



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SERGIPE
NÚCLEO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA
MESTRADO EM ECONOMIA**

**TEORIA DOS CICLOS ECONÔMICOS
O CASO BRASILEIRO ENTRE 2003 E 2018**

SAMUEL FERNANDES LUCENA VAZ-CURADO

**SÃO CRISTÓVÃO (SE)
2019**



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SERGIPE
NÚCLEO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA
MESTRADO EM ECONOMIA**

**TEORIA DOS CICLOS ECONÔMICOS
O CASO BRASILEIRO ENTRE 2003 E 2018**

SAMUEL FERNANDES LUCENA VAZ-CURADO

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Economia da Universidade Federal de Sergipe como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Antony Peter Mueller

**SÃO CRISTÓVÃO (SE)
2019**



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SERGIPE
NÚCLEO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA
MESTRADO EM ECONOMIA**



SAMUEL FERNANDES LUCENA VAZ-CURADO

TEORIA DOS CICLOS ECONÔMICOS: O CASO BRASILEIRO ENTRE 2003 E 2018

APROVADA EM: ____/____/____

**Dissertação apresentada ao Programa de
Pós-graduação em Economia da
Universidade Federal de Sergipe e
aprovada pela Banca Examinadora.**

Prof. Dr. Antony Peter Mueller (Orientador)
Programa de Pós-Graduação em Economia / UFS

Prof. Dr. Luiz Rogerio de Camargos
Programa de Pós-Graduação em Economia / UFS

Prof. Dr. Marco Flávio da Cunha Resende
Programa de Pós-Graduação em Economia / UFMG

SÃO CRISTÓVÃO (SE)
2019

AGRADECIMENTO

É com grande prazer que concluo meu Mestrado em Economia na Universidade Federal de Sergipe. Ao longo de dois anos, vivi uma experiência de vida em Sergipe e no Nordeste que ficará para sempre em meu coração.

Muitos foram essenciais para que essa fase fosse cumprida. Agradeço a minha família, que de longe me apoiou, e a minha namorada, Manuela, minha parceira nessa caminhada.

Agradeço, especialmente, ao meu orientador, professor Antony Mueller, de quem tive a honra de receber tanto conhecimento.

Agradeço à professora Claudia Tessari, minha orientadora em iniciação científica, a quem devo a inclinação pela pesquisa acadêmica.

Agradeço aos meus colegas do mestrado, ao corpo docente do Nupec e à coordenação. Agradeço aos professores Luiz Rogério de Camargos e Marco Flávio Resende que, além de participarem da banca de defesa dessa dissertação, foram também referência em Macroeconomia no meu mestrado.

Agradeço à Fundação de Apoio à Pesquisa e à Inovação Tecnológica do Estado de Sergipe (Fapitec) pelo apoio financeiro.

RESUMO

O ciclo econômico constitui um dos principais campos da ciência econômica. Esta dissertação debate teorias dos ciclos de orientações keynesiana e austríaca. Segundo os economistas keynesianos, os ciclos são consequência de flutuações da confiança e das expectativas e devem ser respondidos com políticas econômicas anticíclicas. Para desenvolver esta corrente, o trabalho recorre às contribuições originais de Keynes, ao modelo IS-LM e a considerações pós-keynesianas sobre o ciclo. Para os economistas austríacos, as flutuações de curto prazo são naturais, mas o ciclo econômico é causado por desequilíbrios no mercado monetário e no sistema de preços. Como desenvolvimento da teoria austríaca, o trabalho faz uma exposição do modelo GSMS. A análise empírica do trabalho aborda a economia brasileira entre 2003 e 2018. Apesar de taxas elevadas de crescimento num primeiro momento, a economia chega aos últimos anos da década de 2010 estagnada, sem conseguir aumentar sua produção e com um alto número de desempregados. O objetivo é relacionar o aumento do crédito e da moeda durante o período proposto com as fases de expansão e retração econômica, no contexto do sistema de metas de inflação. O trabalho propõe a investigação das motivações por trás das políticas macroeconômicas, buscando identificar o discurso oficial do governo. Para tanto, propõe-se a leitura das atas das reuniões do Copom e de discursos e leis relevantes ao longo do período. Além disso, utiliza-se de revisão bibliográfica e estatística descritiva. A dissertação indica pontos de concordância entre austríacos e keynesianos, como o excesso de investimentos infundados na fase de alta do ciclo e a tese da não neutralidade da moeda. Os resultados empíricos apontam que o Copom, ao seguir o sistema de metas de inflação, ignorou o crescimento excessivo da oferta monetária.

Palavras-chave: Teoria keynesiana. Teoria austríaca dos ciclos econômicos. Modelo GSMS. Economia brasileira. Atas do Copom.

ABSTRACT

The economic cycle is one of the main fields of economic science. This dissertation discusses cycle theories of Keynesian and Austrian orientations. According to Keynesian economists, cycles are a consequence of fluctuations in confidence and expectations and must be answered by countercyclical economic policies. To develop this current, one draws on Keynes's original contributions, the IS-LM model, and post-Keynesian considerations on the cycle. For Austrian economists, short-term fluctuations are natural, but the economic cycle is caused by imbalances in the money market and the price system. As a development of the Austrian theory, the dissertation makes an exposition of the GSMS model. The empirical analysis approaches the Brazilian economy between 2003 and 2018. Despite high growth rates at first, the economy arrives at the last years of the 2010 stagnated, without being able to increase its production and with a high number of unemployed. The objective is to relate the increase of credit and currency during the period proposed with the phases of economic expansion and retraction, in the context of the inflation targeting system. The dissertation proposes the investigation of the motivations behind the macroeconomic policies, seeking to identify the official opinion of the government. Therefore, it is proposed to read the minutes of Copom meetings and relevant speeches and laws throughout the period. In addition, bibliographic review and descriptive statistics are used. The dissertation indicates points of agreement between Austrians and Keynesians, such as the excess of unsubstantiated investments in the high phase of the cycle and the thesis of non-neutrality of money. The empirical results indicate that the Copom, following the inflation targeting system, ignored the excessive growth of the money supply.

Keywords: Keynesian theory. Austrian theory of business cycles. GSMS model. Brazilian economy. Minutes of Copom.

Sumário

1. Introdução.....	7
2. Teoria keynesiana dos ciclos.....	12
2.1. Modelo IS-LM.....	17
2.2. Dinâmica do ciclo keynesiano.....	24
2.3. Considerações pós-keynesianas.....	30
3. Teoria austríaca.....	34
3.1. Ciclos econômicos.....	41
3.2. Modelo GSMS.....	48
3.3. Dinâmica do Modelo GSMS.....	54
4. Metas de inflação e economia aberta.....	57
4.1. Implicações do sistema de metas de inflação.....	57
4.2. Breve comentário sobre economias abertas.....	61
5. Economia brasileira.....	68
5.1. Governo Lula.....	71
5.2. Governo Dilma.....	89
5.3. Governo Temer.....	96
5.4. O ciclo econômico brasileiro.....	101
6. Considerações finais.....	114
7. Referências bibliográficas.....	120

1. Introdução

O crescimento econômico é marcado por instabilidade, com fases de maior e menor nível de atividade. As acelerações e desacelerações da economia devem ser distinguidas entre flutuações naturais, que constituem pequenas oscilações no processo econômico, e as grandes ondas do *boom* e *bust*, que formam o ciclo.

Historicamente, os momentos de aceleração e desaceleração da atividade econômica ocorrem frequentemente. Este fato, trazido *a posteriori* pelos dados, constitui um dos principais campos de análise da ciência econômica. Diferentes economistas em diferentes épocas observaram e investigaram o fenômeno dos ciclos, em tentativas de teorizar suas causas, dinâmica e soluções.

Algumas das principais correntes do pensamento econômico, como é o caso das diferentes escolas keynesianas, identificam o fenômeno dos ciclos como inerente às economias de mercado e prescrevem uma cartilha de políticas econômicas para tratá-lo ou mesmo evitá-lo. Para os keynesianos, a crise é consequência da queda abrupta da confiança e da depreciação das expectativas, e exige ação estatal ativa para reanimar o setor privado.

Outras correntes, como a escola austríaca, consideram as flutuações de curto prazo como inerentes ao processo de desenvolvimento econômico. O ciclo, enquanto fenômeno de maior duração, é causado por inconsistências geradas por medidas intervencionistas no mercado monetário e o consequente desequilíbrio no sistema de preços.

A economia brasileira chega aos últimos anos da década de 2010 estagnada, sem conseguir aumentar sua produção e com um alto número de desempregados. Poucos anos após escapar da crise financeira internacional de 2008 por meio de políticas anticíclicas, a economia brasileira parou de crescer e, em seguida, entrou em recessão.

Este trabalho busca, por meio da teoria dos ciclos, analisar a evolução da economia brasileira entre 2003 e 2018. O objetivo é relacionar a expansão do crédito e da moeda durante o período proposto com as flutuações do produto e com a inflação de preços e o desemprego.

A justificativa para a escolha da teoria keynesiana reside na sua importância, levando em consideração o fato de que a obra de Keynes revolucionou a ciência econômica a partir da década de 1930. Diferentes escolas contribuíram para o debate acadêmico utilizando Keynes como referência, seja para formular críticas ou para corroborar seu pensamento. Contudo, as propostas originais de Keynes seguem justificando uma série de políticas econômicas atuais, como por exemplo as políticas anticíclicas.

A escola austríaca, por sua vez, representa uma corrente do pensamento econômico que se manteve relativamente homogênea desde a sua fundação, na década de 1870. Friedrich Hayek, um dos principais autores da escola, ganhou o Prêmio Nobel em Economia no ano de 1974. Para além dos diversos autores que contribuíram para o desenvolvimento da escola, as ideias acerca do ciclo econômico são tanto antigas quanto atuais. Antigas no sentido de que tiveram suas primeiras contribuições ainda no início do século XX e atuais porque descrevem com inegável exatidão esse fenômeno.

Com relação à análise empírica, o trabalho aborda a crise econômica brasileira e investiga a dinâmica do ciclo no Brasil compreendido entre 2003 e 2018. Esse período marca a era política do Partido dos Trabalhadores, que teve seu início com a eleição de Lula em 2002 e seu fim com a eleição de um candidato oposicionista em 2018. Considera-se também que o *impeachment* de Dilma Rousseff levou ao governo seu vice, Michel Temer, mas não sinalizou o fim da era proposta. O período se inicia com altas taxas de crescimento, impulsionado pelo consumo das famílias e pela exportação de bens agrícolas, mas se encerra em forte recessão e elevado desemprego. Observa-se que o endividamento público e privado é muito alto, o que inviabiliza investimentos e provoca baixa utilização da capacidade instalada.

O período de pesquisa compreende aquilo que ficou marcado como o *boom* das *commodities*, quando os preços de produtos primários subiram e impulsionaram as exportações brasileiras. A bonança, porém, foi interrompida pela crise financeira internacional, sentida no Brasil em meados de 2008, que levou o governo a adotar políticas de caráter anticíclico. A partir dessas políticas, a economia retomou o crescimento e galgou importantes resultados.

O modelo de desenvolvimento adotado por Lula, de crédito farto a taxas de juros baixas, foi bem-sucedido enquanto o cenário externo esteve favorável, sendo continuado e intensificado no governo Dilma. As condições externas, contudo, já não eram mais favoráveis, no contexto de estagnação das principais econômicas internacionais. Assim, o excesso de crédito passou a pressionar os preços, levando Dilma a recuar em suas políticas expansionistas, chegando eventualmente a revertê-las.

A situação econômica agravou-se, a produção encolheu drasticamente e o desemprego explodiu. Além disso, o conturbado cenário político do país culminou no *impeachment* de Dilma, que foi substituída por Temer. O novo governo praticou políticas austeras, mas não conseguiu tirar a economia da situação de estagnação.

A crise econômica brasileira constitui, por si só, uma sólida justificativa para a pesquisa. Com a crise, a economia recuou a níveis da década anterior, atingindo taxas de inflação elevadas e batendo recordes de desemprego. A hipótese deste trabalho é de que a crise brasileira é consequência de um longo período de expansão do crédito como modelo de desenvolvimento econômico. Os distúrbios causados pelo aumento da quantidade de moeda não se manifestaram enquanto o dólar americano esteve desvalorizado. A reversão desse cenário acelerou a taxa de inflação brasileira e causou forte depreciação das expectativas.

Além disso, ao praticar políticas anticíclicas para evitar a desaceleração econômica, no contexto da crise financeira internacional, o Brasil foi levado, anos mais tarde, a uma recessão ainda mais profunda. O intervencionismo de autoridades monetárias no mercado de crédito causa um período de prosperidade insustentável, que culmina em recessão econômica como forma de corrigir os maus investimentos provocados pelas próprias políticas. Em outras palavras, a ilusão provocada pelo período de expansão econômica resulta em investimentos superestimados e endividamento.

Para analisar a economia brasileira, o trabalho utiliza o modelo GSMS¹, formulado por Mueller (2014a, 2014b e 2014c) com base na teoria da escola austríaca para oferecer contraponto a modelos tradicionais, como o IS-LM. O

1 Em inglês, Goods Side – Money Side: lado dos bens e lado monetário.

modelo é uma ferramenta para estudar os diferentes fenômenos macroeconômicos observados ao longo do ciclo, como expansão, recessão, depressão etc. Possui também um caso especial para estudar as metas de inflação, sistema adotado no Brasil.

Além da análise à luz da teoria austríaca, o trabalho propõe a investigação das motivações por trás das políticas macroeconômicas ao longo do período proposto. No tocante às políticas monetárias, propõe-se a leitura das atas das reuniões do Comitê de Política Monetária, o Copom, responsável por definir a taxa básica de juros na economia brasileira baseado em leituras das condições econômicas e pressupostos teóricos. Além disso, o trabalho recorre a discursos e leis relevantes ao longo do período.

O objetivo é identificar o discurso oficial do governo brasileiro. As atas de reuniões do Copom são importantes porque constituem um canal de comunicação entre a autoridade monetária e a comunidade financeira. Enquanto a equipe econômica tem credibilidade junto aos empresários e investidores, há confiança no andamento das políticas, sejam elas de estabilização do poder de compra ou de solidez do sistema financeiro. Desta forma, tem-se o alinhamento das expectativas formadas pela autoridade monetária e pelo governo e das expectativas formadas pelo restante dos agentes econômicos.

Por fim, pretende-se utilizar da revisão de artigos e livros que tratam da economia no período proposto e de estatística descritiva, observando a economia por meio de dados. O trabalho compara diferentes dados em gráficos e fundamenta a análise na teoria discutida nos primeiros capítulos.

Este trabalho está estruturado em cinco capítulos, além desta introdução. O segundo capítulo desenvolve uma teoria keynesiana convencional dos ciclos econômicos. O adjetivo convencional é usado no sentido de padrão, conforme os manuais de macroeconomia. Assim, recorre-se às contribuições originais de Keynes, tendo em vista que grande parte de suas conclusões norteia ainda o debate econômico. Trabalha-se, também, com o modelo IS-LM conforme elaborado por Hicks e Hansen. Este modelo representa uma síntese contemporânea a Keynes de suas ideias em um arcabouço relativamente simples.

O segundo capítulo é concluído com considerações pós-keynesianas sobre o ciclo econômico. Estas contribuições são cruciais, uma vez que os escritos originais de Keynes trataram apenas superficialmente sobre as causas dos ciclos. Para os economistas pós-keynesianos, a causa desse fenômeno está relacionada à instabilidade que o desenvolvimento dos mercados financeiros causa.

O terceiro capítulo apresenta a teoria econômica segundo a escola austríaca. A primeira seção aborda alguns dos pilares da escola, como a discussão epistemológica acerca do conhecimento na sociedade e a não neutralidade da moeda. A segunda seção trata da teoria austríaca dos ciclos, conforme desenvolvida por seus principais expoentes: Mises e Hayek. Em seguida, apresenta-se o modelo GSMS enquanto ferramenta de análise econômica fundamentada na teoria austríaca. A última seção trata da dinâmica do modelo, considerando as fases do ciclo econômico.

O quarto capítulo aborda aspectos complementares do referencial teórico, necessários para a análise econômica. O primeiro deles é o sistema de metas de inflação, adotado no Brasil em 1999. Apresentam-se as motivações por trás do regime e algumas das críticas sofridas. O segundo aspecto complementar é a consideração da análise econômica em uma economia aberta. Ao se considerar o setor externo, uma série de fatores se tornam relevantes, tais como a taxa de câmbio e o comércio internacional. Além disso, o ciclo econômico em uma economia aberta pode ter sua duração prolongada, a depender das políticas adotadas em outros países.

O quinto capítulo analisa a economia brasileira entre 2003 e 2018. Conforme dito, o trabalho propõe a análise de documentos de comunicação oficial da política econômica, tema ao qual a primeira seção deste capítulo se dedica. Em seguida, a análise é dividida de acordo com os três presidentes da República ao longo do período proposto: Lula da Silva, Dilma Rousseff e Michel Temer. A última seção liga a cronologia dos fatos discutida ao longo do capítulo com a teoria dos ciclos discutida no referencial teórico.

O sexto e último capítulo traz as considerações finais.

2. Teoria keynesiana dos ciclos

Desde a publicação da “Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda” em 1936, John Keynes é tido como o pai da macroeconomia moderna. Suas ideias povoam até os dias atuais os manuais dos cursos de economia no mundo todo. Suas contribuições serviram de ponto de partida para diversos debates na ciência econômica ao longo do século XX e influenciaram muitos dos principais economistas que o sucederam. Apesar da notável evolução e desenvolvimento do debate, as ideias originais de Keynes ainda constituem as raízes de muitas das políticas econômicas.

O radical “keynesianismo” está presente em diferentes escolas do pensamento econômico, como os velhos-keynesianos, os novo-keynesianos ou os pós-keynesianos, cada corrente com sua própria interpretação da obra de Keynes. Mesmo aquelas escolas opostas ao pensamento keynesiano recorrem ao autor para tecer críticas. Em outras palavras, Keynes é referência no debate macroeconômico moderno.

Sendo assim, este capítulo busca retomar as ideias originais de Keynes acerca do funcionamento da economia e das propostas de política econômica. Para tanto, recorre-se ao modelo IS-LM, que representou uma síntese do pensamento econômico anterior a Keynes, adicionando algumas de suas contribuições.

O modelo IS-LM, apesar de ter sido desenvolvido nas décadas de 1930 e 1940, ainda é utilizado para o ensino macroeconômico, muito em função da sua simplicidade. A persistência do modelo, por outro lado, não significa que desempenha papel central na análise econômica avançada. Na realidade, o escopo de aplicabilidade do modelo é consideravelmente reduzido (COLANDER, 2004).

Contudo, ao recorrer ao modelo IS-LM e aos escritos originais de Keynes, este capítulo não objetiva construir uma análise elaborada do pensamento keynesiano. O objetivo, em contraste, é apresentar uma teoria econômica *mainstream* capaz de servir como base de comparação para o posterior desenvolvimento do trabalho. O uso da palavra *mainstream* está associado à sua presença nos manuais dos cursos de macroeconomia, como o de Blanchard (2007).

A análise de Keynes (1996) é voltada para determinar o volume de emprego, que depende da renda esperada pelos empresários. Em termos agregados, o nível

de equilíbrio do emprego é determinado pelo ponto de interseção das funções de demanda agregada e de oferta agregada, onde há maximização das expectativas de lucro dos empresários. Neste ponto, o valor da demanda agregada é chamado de demanda efetiva.

O volume de emprego é determinado pelo montante corrente de investimentos. Os investimentos correntes dependem do incentivo para investir, que se verifica na relação entre a escala da eficiência marginal do capital e o complexo das taxas de juros que incidem sobre os diversos empréstimos, com prazos e riscos variados.

O incentivo a investir é maior se o valor de um bem de capital adicional exceder seu custo, isto é, seu preço de oferta ou custo de reposição. Este valor depende, por um lado, da série de rendimentos anuais potenciais durante sua vida útil e, por outro lado, da taxa de juros a que esses rendimentos anuais são descontados. Hansen (1973) mostra que há um padrão de expectativas determinado pelo progresso técnico e demográfico e, a curto prazo, por toda sorte de expectativas. Dentro deste padrão, o volume de investimento é determinado pela intersecção entre a curva V (valor) e a curva C_r (custo de reposição).

Na equação (2.1) abaixo, V representa o valor do bem de capital em questão, i é a taxa de juro do mercado, R é o rendimento anual esperado do bem de capital e o somatório representa a série de rendimentos anuais futuros:

$$V = \sum_1^n \left[\frac{R_n}{(1+i)^n} \right] \quad \text{Equação (2.1)}$$

Para que o investimento seja lucrativo, o valor do bem de capital deve exceder o preço de oferta ou o custo de reposição, representado por C_r na equação abaixo:

$$C_r = \sum_1^n \left[\frac{R_n}{(1+r)^n} \right] \quad \text{Equação (2.2)}$$

Na equação (2.2), o somatório representa a série de rendimentos anuais futuros e r é a taxa de desconto que iguala o valor atual destes rendimentos ao custo do bem de capital. Em outras palavras, r representa a eficiência marginal do capital, na terminologia de Keynes, ou a taxa de retorno sobre o custo, em Fisher (HANSEN, 1973: 130)².

2 Contudo, há uma diferença na aplicação destes conceitos, uma vez que Fisher abstrai as consequências de um futuro incerto, enquanto Keynes as considera (GARRISON, 2001).

A eficiência marginal do capital é dada pela relação entre a renda esperada de um bem de capital e seu preço de oferta ou custo de reposição. Ela também pode ser definida como a taxa de desconto que torna o valor presente do fluxo anual das rendas esperadas de determinado capital, durante toda a sua existência, exatamente igual ao seu preço de oferta. Assim, a eficiência marginal do capital é definida em termos da expectativa corrente da renda e do preço de oferta do bem de capital.

Em outras palavras, a eficiência marginal do capital depende, além da quantidade de bens de capital e do custo de produção destes bens, das expectativas que se fazem hoje acerca dos rendimentos futuros dos bens de capital. Estas expectativas do futuro determinam a curva de eficiência marginal do capital, preponderantemente no caso dos bens duráveis, e, conseqüentemente, a escala de recomendação de novos investimentos. A base para tais expectativas, contudo, é fundamentada em incertezas e precariedades de informações e por este motivo as expectativas estão sujeitas a variações repentinas (KEYNES, 1996).

Normalmente, decorre um longo tempo entre o início da produção e a compra do consumidor final. Porém, não há outra saída para a firma senão tomar a decisão e isso é feito com base em previsões. Assim, todas as decisões dependem de expectativas. As expectativas de curto prazo se relacionam com as decisões de produção corrente, enquanto as de longo prazo determinam o nível de investimento (CAMARGOS, 2004).

À medida que o investimento em um dado tipo de capital aumenta, sua eficiência marginal diminui, uma vez que a renda esperada diminui conforme sobe a oferta. Além disso, a pressão sobre as fábricas produtoras daquele dado tipo de capital eleva, normalmente, seu preço de oferta. Hansen (1973) explica que, uma vez que a produtividade marginal do bem de capital é decrescente, tem-se que novos incrementos diminuem seu rendimento futuro. O investimento varia até o ponto da curva de demanda de investimento em que a eficiência marginal do capital em geral, a mais alta das eficiências marginais dos diferentes capitais, é igual à taxa de juros do mercado.

Logo, o incentivo para investir depende de duas razões: da curva de demanda por investimento e da taxa de juros. De maneira geral, pode-se dizer que a curva da

eficiência marginal do capital, ou da demanda por investimento, governa as condições em que se procuram fundos disponíveis para novas inversões, enquanto a taxa de juros governa os termos em que esses fundos são oferecidos. A curva de demanda de investimento estabelece relação entre I e r . O investimento é levado até o ponto da curva de procura de investimento em que a eficiência marginal do capital iguala a taxa de juro de mercado. A intersecção das curvas r e i determina o volume de investimento dentro de um dado período de tempo.

De volta às expectativas, tem-se que a expectativa de longo prazo, usada como base para a tomada de decisões, não depende exclusivamente do prognóstico mais provável que se possa formular, mas também da confiança com a qual este prognóstico é feito. A relevância do estado de confiança decorre da considerável influência que exerce sobre a curva da eficiência marginal do capital e, consequentemente, sobre a curva da demanda de investimento.

Na prática, recorre-se a um método que é, na verdade, uma convenção. A essência desta convenção reside em se supor que a situação existente dos negócios continuará por tempo indefinido, a não ser que se tenham razões concretas para se esperar uma mudança. Desse modo, o investimento na Bolsa de Valores torna-se razoavelmente seguro para o investidor individual em períodos curtos e, por consequência, para uma sucessão de tais períodos, desde que se possa confiar na validade do raciocínio e, portanto, tenha-se a oportunidade de rever decisões e modificar o investimento antes que decorra tempo suficiente para grandes alterações.

Da mesma maneira que a eficiência marginal do capital não é determinada pela “melhor” opinião e sim pela avaliação do mercado tal como ela resulta da psicologia de massas, aqui entendida como convenções, assim também as expectativas quanto ao futuro da taxa de juros, fixadas pela psicologia de massa, têm seus reflexos na preferência pela liquidez.

Com relação à atividade econômica, a teoria keynesiana pressupõe um estado contínuo de virtual desequilíbrio, em que há apenas um nível do emprego sem desencontro entre os preços de oferta e demanda agregadas. Uma economia em desequilíbrio significa que ora há subutilização dos fatores, provocada por

insuficiência da demanda, ora há sobreutilização dos fatores, o que pressiona os preços.

Dadas a propensão a consumir e a taxa do novo investimento, há no equilíbrio apenas um nível de emprego que não leva a uma desigualdade entre o preço da oferta agregada e o preço da demanda agregada. Logo, uma demanda efetiva insuficiente paralisa o aumento do emprego antes que se atinja o nível de pleno emprego. Esta insuficiência da demanda efetiva inibe o processo de produção, mesmo que o valor do produto marginal do trabalho continue superior à desutilidade marginal do emprego.

O ciclo de negócios é observado, então, pela flutuação do nível de emprego. O vetor do ciclo econômico, que empresta regularidade ao fenômeno, é a eficiência marginal do capital, embora as flutuações na propensão a consumir e na preferência pela liquidez também desempenhem seu papel. Assim, o ciclo econômico keynesiano é resultado da variação cíclica da eficiência marginal do capital, e tem como agravantes de curto prazo as modificações de outras variáveis do sistema econômico (KEYNES, 1996).

2.1. Modelo IS-LM

O modelo IS-LM é a interpretação padrão da obra de Keynes. O desenvolvimento do modelo teve participação ativa de Keynes. Os primeiros esboços foram feitos pelo próprio Keynes, que depois colaboraria com os autores dos primeiros artigos do modelo³. Além de colaborar, Keynes também aprovou as versões posteriores à publicação da Teoria Geral, inclusive a versão de Hicks (FULLER, 2015).

Esta seção propõe uma exposição do modelo IS-LM desenvolvido por John Hicks e Alvin Hansen. A versão de Hicks parte de um modelo clássico padrão para incluir as inovações da Teoria Geral de Keynes. A versão de Hansen, por sua vez, parte de uma análise pormenorizada do livro de Keynes e considera o trabalho de Hicks.

Keynes (1996) se apresenta como crítico à teoria clássica, tomando Pigou⁴ como exemplo desta corrente de pensamento. Hicks (1937), contudo, alerta que Pigou era tão recente ao público quanto o próprio Keynes e por isso seu trabalho ainda não havia sido completamente absorvido. Além disso, os clássicos trabalhavam em termos monetários o que Pigou trabalhou em termos reais, o que o afasta destes economistas. Hicks (1937) estabelece como base, então, um modelo clássico anterior a Pigou e o compara às inovações keynesianas.

O modelo clássico tomado por Hicks (1937) parte da renda para determinar o nível de emprego. Para tanto, o autor assume a equação quantitativa de Cambridge, que reconhece relação entre a quantidade de moeda ofertada M e a renda Y , a depender da distribuição da demanda por moeda k , isto é, de sua distribuição entre pessoas com demandas relativamente altas e baixas.

$$M = k \times Y \quad \text{Equação (2.3)}$$

Para determinar o investimento I são necessárias mais duas equações. Na primeira, a quantidade de investimento, como demanda por capital, depende da taxa de juros i , ou, na terminologia keynesiana, da eficiência marginal do capital:

$$I = f(i) \quad \text{Equação (2.4)}$$

3 Os primeiros artigos foram publicados em 1936 por Champnowne e Reddaway, ambos alunos de Keynes. O terceiro artigo, publicado por Harrod em 1936, resultou de uma correspondência entre o autor e Keynes. Ver FULLER (2015).

4 PIGOU, Arthur. Theory of Unemployment, 1933.

Na segunda equação, o investimento é igual à poupança S , que depende da taxa de juros e da renda:

$$I = S(i, Y) \quad \text{Equação (2.5)}$$

Assim, este sistema de três equações deve determinar três variáveis: Y , I e i .

Enquanto a renda depende diretamente da quantidade de moeda, o emprego total não é determinado diretamente da renda, porque depende da proporção da renda poupada e da divisão da produção entre bens de consumo e bens de investimento.

Da teoria keynesiana, Hicks (1937) transforma as três equações clássicas. Na primeira equação, a quantidade de moeda determina a taxa de juros, e não mais a renda, a partir da preferência pela liquidez L :

$$M = L(i) \quad \text{Equação (2.6)}$$

Na segunda equação, a taxa de juros e a eficiência marginal do capital determinam o investimento:

$$I = f(i) \quad \text{Equação (2.7)}$$

Na terceira, o investimento determina a renda pelo multiplicador, enquanto a renda determina a poupança:

$$I = S(Y) \quad \text{Equação (2.8)}$$

As equações acima formam o modelo IS-LL de Hicks, como mostra a figura 2.1.

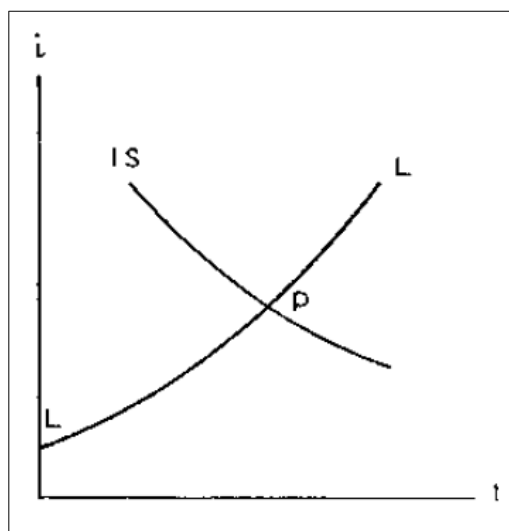


Figura 2.1: Diagrama IS-LL. Fonte: HICKS, 1937: 153.

O formato da curva LL tende a ser quase horizontal à esquerda e vertical à direita, conforme a figura 2.2, uma vez que há um mínimo de onde a taxa de juros

não passa e um máximo de renda possível de financiar com aumentos na quantidade de moeda.

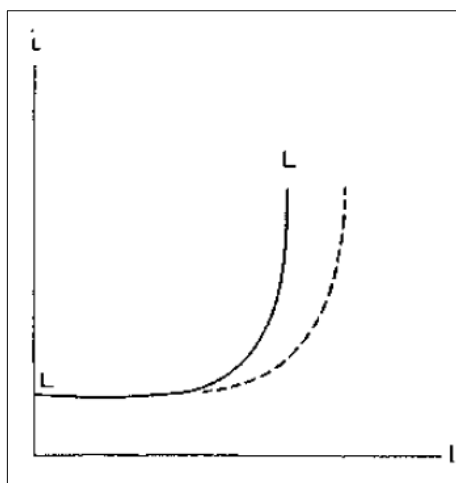


Figura 2.2: Curva LL. Fonte: HICKS, 1937, p.153.

Hicks (1937, p.156) reformula o sistema para incluir Y e i em cada equação, “para que a teoria seja realmente geral”, em que as equações (2.6), (2.7) e (2.8) são reescritas:

$$M = L(Y, i) \quad \text{Equação (2.9)}$$

$$I = f(Y, i) \quad \text{Equação (2.10)}$$

$$I = S(Y, i) \quad \text{Equação (2.11)}$$

Embora a renda afete pouco a eficiência marginal do capital, um aumento do consumo, a partir de um aumento do emprego, estimula os investimentos, desde que as expectativas sejam de que a demanda se mantenha alta.

Para descrever a teoria geral “generalizada”, Hicks (1937) se utiliza do modelo CC-SS, na figura 2.3, assumindo um dado nível de renda. A curva CC representa a eficiência marginal do capital, enquanto a curva SS representa a oferta de poupança, ambas àquele nível de renda.

A interseção no modelo CC-SS dá a taxa de juros que equilibra poupança e investimento a um determinado nível de renda, que Hicks (1937) chama taxa de juros de investimento. Se aumenta a renda, ambas curvas se movem para a direita. Se SS se mover mais que CC, a taxa de juros de investimento cai, e vice-versa.

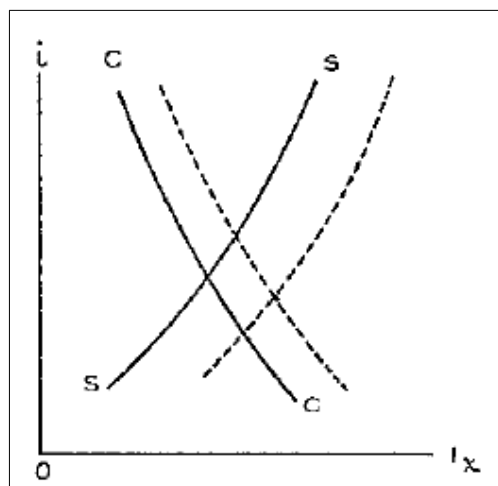


Figura 2.3: Diagrama CC-SS. Fonte: HICKS, 1937: 157.

Logo, pode-se desenhar a curva IS, que relaciona a renda e a taxa de juros de investimento correspondente. A curva LL relaciona renda e a taxa de juros monetária, assumindo que as autoridades monetárias preferem, até certo ponto, aumentar a quantidade de moeda a permitir que a taxa de juros se eleve. A partir desta suposição, o formato da curva LL passa a ser mais horizontal, refletindo a elasticidade do sistema monetário (HICKS, 1937). O modelo IS-LL passa a ter a seguinte forma:

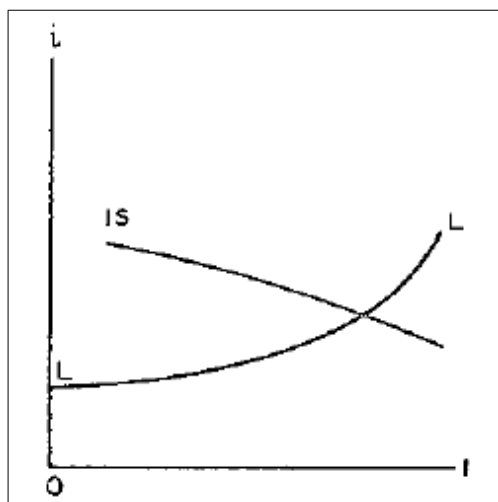


Figura 2.4: Diagrama IS-LL após CC-SS. Fonte: HICKS, 1937: 157.

Anos mais tarde, Alvin Hansen fez interpretação parecida com a de Hicks. Para Hansen (1951), a crítica de Keynes à teoria clássica da taxa de juros valia para a própria teoria keynesiana. Na teoria clássica, a taxa de juros é determinada pelo ponto de intersecção das curvas de demanda por investimento e de poupança. O

argumento de Keynes era de que a teoria era indeterminada, porque a posição da curva de poupança varia de acordo com o nível da renda real.

Na teoria keynesiana, a taxa de juros é determinada pela intersecção das curvas de oferta de moeda e de preferência pela liquidez. Esta curva de preferência pela liquidez, contudo, se move de acordo com o nível da renda, o que torna a teoria keynesiana também indeterminada (HANSEN, 1951).

A teoria neoclássica da taxa de juros é igualmente indeterminada. De acordo com a análise dos fundos emprestáveis, a taxa de juros é dada pela intersecção das curvas de demanda e oferta por fundos emprestáveis. Esta segunda curva, de oferta, é composta por poupança e moeda recém-criada. A porção da poupança, contudo, varia de acordo com o nível da renda, de maneira que a oferta de fundos também depende da renda (HANSEN, 1951).

Para solucionar a teoria dos juros, Hansen (1973) propõe tomar conjuntamente a formulação neoclássica e a formulação keynesiana. Da formulação neoclássica, extrai-se uma família de curvas de fundos para empréstimos, ou curvas de poupança no sentido de Keynes e Pigou, a vários níveis de renda. Estas curvas cruzam a curva de demanda de investimento, como mostra a figura 2.5.

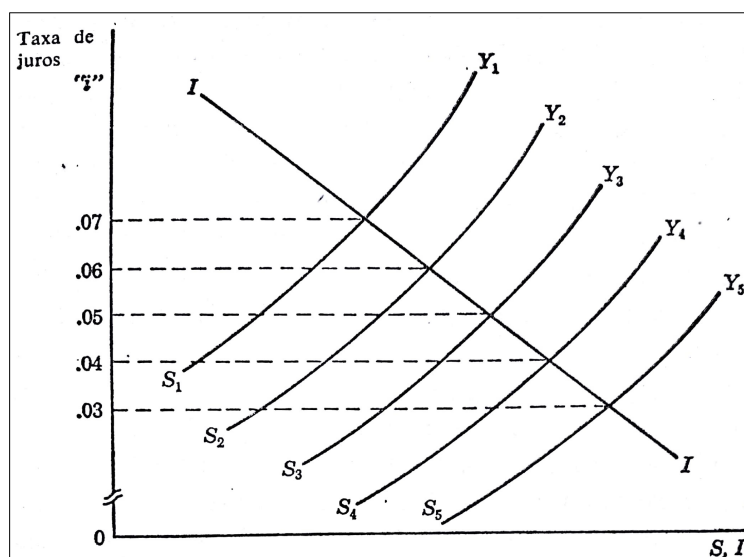


Figura 2.5: Curvas de fundos para empréstimos e curva de demanda de investimento.

Fonte: HANSEN, 1973: 156.

As curvas de fundos para empréstimos e a curva de demanda de investimento proporcionam a curva IS de Hicks (1937), conforme a figura 2.6, que dá a relação

funcional entre Y e i . Esta curva mostra os vários níveis de renda a diferentes taxas de juros em que I e S se igualam.

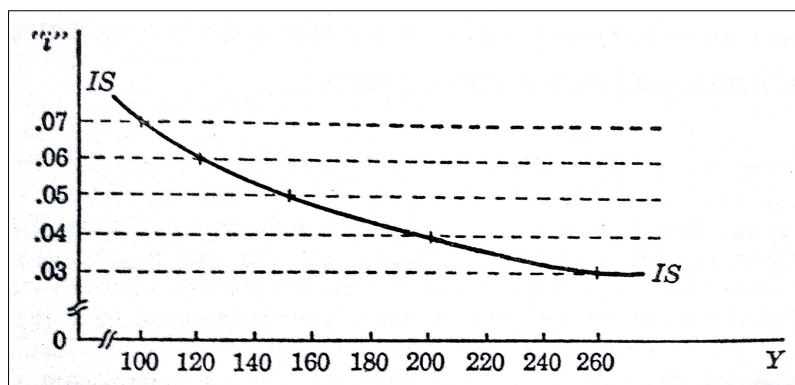


Figura 2.6: Curva IS. Fonte: HANSEN, 1973: 156.

A taxa de juros, enquanto prêmio pela renúncia à liquidez, é uma medida de relutância de se alienar ao direito de dispor de dinheiro e é também o preço mediante o qual o desejo de manter a riqueza em forma líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível. Logo, a quantidade de moeda é outro fator que, aliado à preferência pela liquidez, determina a taxa corrente de juros.

Assim, Hansen (1973) parte para determinar o lado monetário do modelo. O autor extrai da formulação keynesiana uma família de curvas de preferência pela liquidez a vários níveis de renda. Estas curvas cortam a oferta de moeda fixada pela autoridade monetária, descrita como perfeitamente inelástica na figura abaixo:

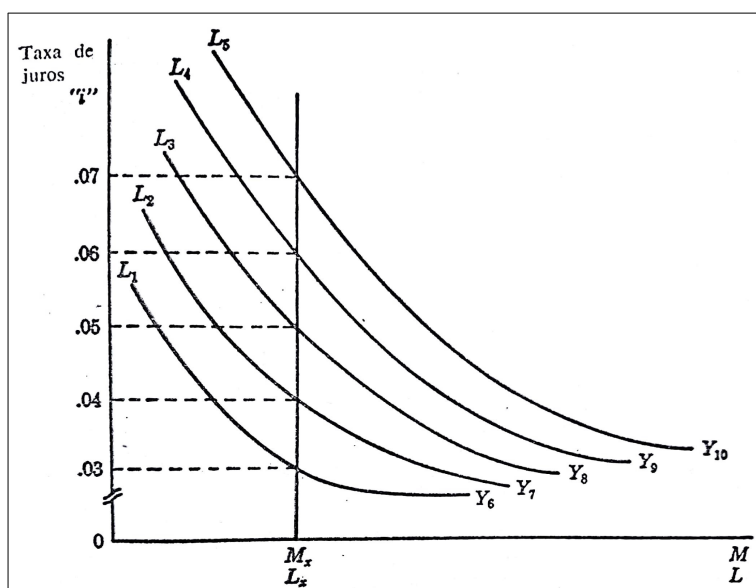


Figura 2.7: Curvas de preferência pela liquidez a uma determinada oferta de moeda.

Fonte: HANSEN, 1973: 157.

As curvas de preferência pela liquidez e a oferta de moeda fixada pela autoridade monetária dão a curva LL de Hicks, que Hansen chama LM na figura 2.8. A curva LM informa as várias taxas de juros a diferentes níveis de renda em que a família de curvas de preferência pela liquidez cruza a quantidade de moeda. Nestes pontos a oferta de moeda é igual à quantidade desejada:

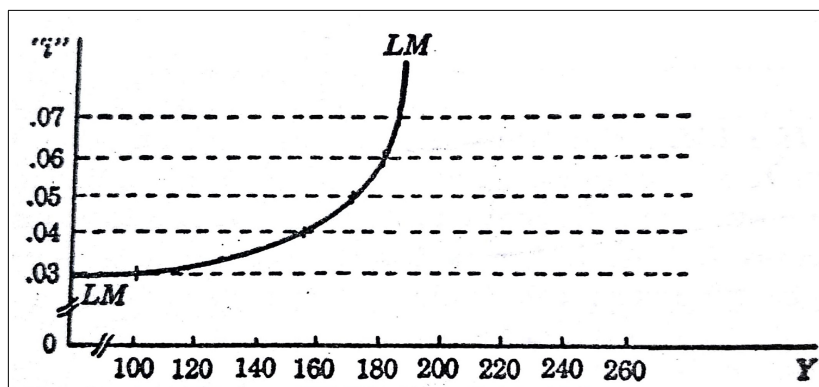


Figura 2.8: Curva LM. Fonte: HANSEN, 1973: 157.

Hansen (1973) soluciona a teoria da taxa de juros no modelo IS-LM, onde a renda e a taxa de juros são determinadas conjuntamente no ponto de interseção das duas curvas, como mostra a figura 2.9. Neste ponto, tanto investimento e poupança quanto demanda e oferta de moeda estão em equilíbrio:

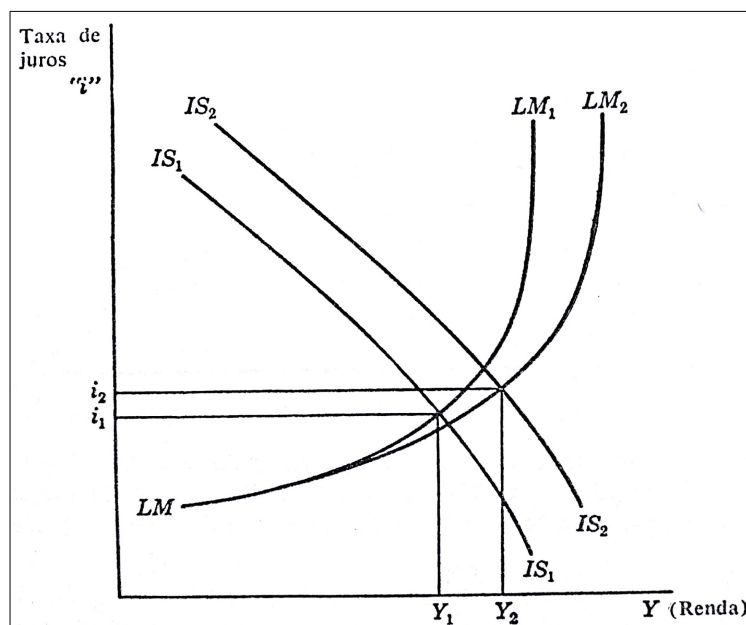


Figura 2.9: Diagrama IS-LM. Fonte: HANSEN, 1973: 158.

Em conclusão, a teoria da taxa de juros é determinada por quatro fatores: a função demanda de investimento, a função poupança (ou, inversamente, a função consumo), a função preferência pela liquidez e a quantidade de moeda. Hansen

(1973) explica que a análise keynesiana, tomada em conjunto, envolvia todos estes fatores. “Coube a Hicks utilizar os instrumentos keynesianos num método expositivo, em que a produtividade, a parcimônia, a preferência pela liquidez e a oferta de moeda constituem elementos necessários para uma teoria global e determinada do juro” (HANSEN, 1973: 159).

2.2. Dinâmica do ciclo keynesiano

O ciclo econômico foi tratado brevemente por Keynes na Teoria Geral. Para Keynes, o caráter cíclico deste fenômeno possui algumas características. Primeiro, significa que há forças ascendentes e descendentes, que adquirem impulso inicial e se alimentam mutuamente, mas perdem potência e são substituídas pelas forças que operam em sentido oposto. Segundo, significa que este fenômeno é regular, tanto na sequência quanto na duração dos movimentos ascendentes e descendentes.

A característica da transição de uma fase do ciclo para outra é diferente em cada estágio. Por um lado, a mudança de direção das forças ascendentes para as descendentes é abrupta e violenta e constitui uma crise. Por outro lado, a transição da fase descendente para a ascendente é lenta e gradual. Diz-se então que entrar em crise é um evento repentino, enquanto sair dela exige tempo e esforços (KEYNES, 1996).

Em um ambiente de iminente crise, a demanda por moeda aumenta, tanto pelo motivo de transações quanto para especulações, e causa efeito de alta sobre a taxa de juros. Este fator agrava a fase descendente do ciclo e pode até desencadeá-la. Mas para Keynes (1996), a explicação essencial da crise reside no colapso repentino da eficiência marginal do capital, de maneira que a alta da taxa de juros torna-se um problema secundário. Esta repentinidade é atribuível às incertezas inerentes às decisões de longo prazo em uma economia de mercado.

Como descrição das últimas etapas da fase ascendente do ciclo econômico, Keynes (1996: 295) aponta que as expectativas sobre o rendimento futuro dos bens de capital devem ser cada vez mais otimistas para compensar a abundância destes bens, a alta de seus custos e a alta da taxa de juros. Os mercados financeiros organizados são influenciados por compradores “ignorantes” e por especuladores,

cuja característica é se preocuparem mais com as mudanças de opiniões do mercado do que com expectativas racionais sobre rendimentos futuros. Devido ao excesso de otimismo, o menor sinal de decepção leva as cotações destes mercados a quedas súbitas, às vezes catastróficas.

Assim, o colapso da eficiência marginal do capital é acompanhando não apenas da incerteza inerente às expectativas futuras, mas de pessimismo, e isso leva a um aumento da preferência pela liquidez e, conseqüentemente, a uma elevação da taxa de juros. Ao atuarem em conjunto, a queda na eficiência marginal do capital e a elevação na taxa de juros agravam o declínio do investimento. Mas Keynes (1996) enfatiza que a variação na eficiência marginal do capital é essencial, especialmente nos setores que mais contribuíram na fase ascendente, e que a preferência pela liquidez se manifesta apenas em um segundo momento.

Logo, a preferência pela liquidez tem papel apenas secundário na ciclo econômico keynesiano. A decisão de aumentar a quantidade de poupança em ativos líquidos é fator agravante do ciclo e se dá apenas após o colapso da eficiência marginal do capital. Este aumento da preferência pela liquidez afeta a oferta de fundos emprestáveis no mercado de crédito, que, somado à queda causada pelo efeito renda do colapso da demanda, eleva a taxa de juros e intensifica a queda nos investimentos (GARRISON, 2001).

Para reestabelecer a prosperidade econômica, a teoria keynesiana propõe o uso de políticas monetária e fiscal. A política monetária deve aumentar a oferta de fundos emprestáveis por meio de expansão monetária, de maneira que o investimento induzido por esta expansão anule os efeitos do aumento da preferência pela liquidez. Parte deste aumento na quantidade de moeda, contudo, é entesourado, isto é, não é revertido em maior investimento. Além disso, a taxa de juros deve ser reduzida a um nível ainda mais baixo do que o que prevalecia antes do colapso da eficiência marginal do capital. Os limites impostos à política monetária, então, consistem na proporção da oferta monetária aumentada que é de fato convertida em novos investimentos e na inelasticidade da demanda por fundos emprestáveis, que anularia as tentativas de diminuição da taxa de juros (GARRISON, 2001).

Porém, o problema principal da crise é o pessimismo, que se manifesta no colapso da eficiência marginal do capital e na queda da demanda por investimentos. Simplesmente reestabelecer o otimismo está além do escopo da política econômica. A solução, então, é recriar o nível de gastos que prevalecia quando do otimismo entre os agentes econômicos. Para tanto, a teoria keynesiana sugere que a demanda pública por investimentos substitua a privada, por meio de gastos da autoridade fiscal. A partir destes gastos, o efeito multiplicador levaria a economia a uma renda maior e a mais consumo (GARRISON, 2001). Contudo, caso esses gastos não sejam financiados por *superávits* fiscais em períodos anteriores, esta solução implicaria em aumento do endividamento público.

Um remédio efetivo contra a crise seria a redução da taxa de juros, mas a “psicologia caprichosa e indisciplinada do mundo dos negócios” dificulta que se reanime a eficiência marginal do capital (KEYNES, 1996: 296). A volta da confiança é a verdadeira dificuldade da recuperação econômica e é especialmente difícil numa economia de capitalismo individualista. Na visão keynesiana, os economistas que acreditam na eficácia de um remédio puramente monetário não dispensam a devida atenção a confiança dos agentes econômicos.

O fator tempo no ciclo econômico, no sentido de que a crise exige um determinado período de tempo para dar lugar a recuperação, está ligado precisamente à recuperação da eficiência marginal do capital. O movimento descendente do ciclo econômico tem duração regular por influência de dois fatores. De um lado, tem-se a relação entre a vida útil dos bens duráveis e o ritmo normal de crescimento. Do outro, tem-se que a conservação dos estoques excedentes exige despesas correntes (KEYNES, 1996).

O ponto de transição da fase de expansão para a crise é representado pela queda na confiança com que são formuladas as expectativas do rendimento esperado. Embora o rendimento oferecido pelos novos investimentos ainda na fase ascendente seja satisfatório, podem haver sinais de baixa devido, por exemplo, à acumulação regular dos estoques de bens duráveis. Outro motivo pode ser a expectativa de que os custos futuros sejam menores do que os correntes (KEYNES, 1996).

Assim, uma vez que a confiança está em queda, a dúvida se propaga rapidamente entre os agentes econômicos. Ainda que a eficiência marginal de parte do capital seja muito baixa, é necessário um intervalo de tempo, ligado a duração média do capital, para que a escassez, a deterioração e a obsolescência do capital aumentem novamente sua eficiência marginal (KEYNES, 1996).

Outro fator que determina relativa estabilidade no tempo exigido para recuperação reside nos custos de conservação dos estoques excedentes. Com a crise, a suspensão de novos investimentos leva a acumulação de estoques. O preço destes produtos acumulados deve baixar, de modo que a restrição na produção assegure a reabsorção dos estoques.

Contudo, Keynes (1996) enxerga nesse processo de reabsorção de estoques um investimento negativo, o que contribui para a queda do nível de emprego. Além disso, a redução do capital circulante caracteriza outro fator de desinvestimento que influencia o movimento descendente do ciclo. Desta forma, o declínio nos investimentos em bens duráveis, que é inerente às flutuações cíclicas da atividade econômica, exige tempo para se recuperar, e isso só ocorre após o ciclo percorrer parte de seu caminho.

Além destes efeitos, a queda na eficiência marginal do capital afeta também a propensão a consumir, uma vez que provoca redução no valor do mercado de títulos. Keynes (1996) argumenta que esta redução afeta os investidores na bolsa de valores, cujo comportamento de gastos depende mais das variações no valor de seus investimentos do que do fluxo de seus rendimentos.

Na fase descendente do ciclo, a eficiência marginal do capital não se recupera enquanto houver redução do capital circulante e excedentes de capital fixo e de estoques. A eficiência marginal do capital pode ser tão baixa que não seja possível recuperá-la por meio de reduções na taxa de juros, isto é, as estimativas feitas pelos mercados flutuam tão amplamente que não podem ser compensadas por flutuações nos juros. Com relação a propensão a consumir, as flutuações da bolsa de valores a enfraquecem justamente quando ela é necessária para recuperar a economia (KEYNES, 1996).

Para investigar se a característica da fase de expansão do ciclo econômico que impele a economia à recessão é o sobreinvestimento, Keynes (1996) inicia pelo

tratamento da ambiguidade do termo. De um lado, o termo sobreinvestimento pode ser aplicado aos investimentos que desapontam suas expectativas de rendimentos ou para aqueles feitos em períodos de alto desemprego, e que por isso não encontram lugar. Por outro lado, pode-se aplicar o termo a uma situação de tamanha abundância de capital que novos investimentos não possam render mais que seu custo de reposição, mesmo em situação de pleno emprego.

Novos investimentos em situação de excesso de capital representam desperdício de capital. Porém, ainda que esta fosse uma característica da fase ascendente do ciclo, o remédio não seria a elevação dos juros, por que evitaria investimentos úteis e enfraqueceria a propensão a consumir. Em oposição, Keynes (1996) sugere redistribuição de renda para estimular a propensão a consumir. Logo, ainda que se chegasse a uma situação de “pleno investimento” ou sobreinvestimento, isso apenas confirmaria a hipótese de subconsumo, e o remédio não poderia ser alta da taxa de juros, mas o estímulo da propensão a consumir.

Contudo, a característica da fase ascendente do ciclo econômico é o investimento que desaponta suas expectativas ou que não encontra lugar, isto é, o termo sobreinvestimento quando aplicado no primeiro sentido descrito acima. A situação típica desta fase é aquela em que o investimento é feito em condições instáveis, em que é suscitado por expectativas destinadas a malograr. Não se trata, portanto, de uma situação em que o capital é tão abundante que não se possa mais investir.

Assim, por mais natural que seja o desperdício de investimentos devido ao excesso de capital, a característica do ciclo é a má orientação dos investimentos. No auge da expansão, a comunidade empresarial tem expectativas de rendimento muito acima do que as condições de emprego possam efetivar. Quando estas expectativas se provam equivocadas, o otimismo é substituído por pessimismo generalizado e consequente colapso de investimentos. O resultado é desemprego e escassez, em uma situação em que não há recursos para se utilizar da capacidade instalada (KEYNES, 1996).

Ao fazer esta leitura do ciclo econômico, Keynes (1996: 300) sugere manter baixa a taxa de juros. O remédio para o ciclo não é evitar o auge da fase ascendente, elevando a taxa de juros e mantendo uma “semidepressão”, mas fazer

perdurar o auge da expansão e manter um “*quasi-boom*”, por meio de taxas de juros baixas, o que evitaria assim uma depressão econômica.

Por fim, Keynes (1996) afirma que as flutuações no emprego dependem de mudanças na psicologia do mercado de investimentos, mudanças essas que um sistema de *laissez-faire* não pode garantir. Sua conclusão é de que não se pode abandonar à iniciativa privada as decisões correntes de investimento.

O fluxo de investimento, quando não é planejado ou dirigido, fica à mercê da eficiência marginal do capital, que, por sua vez, depende das expectativas de uma comunidade de investidores ignorantes e especuladores. Os investimentos são também influenciados por uma taxa de juros de longo prazo que raramente baixa além de um nível convencional. A leitura do subconsumo se faz, então, correta, pois se não se pode aumentar o emprego porque elevar investimentos é impraticável, a saída é aumentar o consumo (KEYNES, 1996).

Na fase de expansão do ciclo, entre a recuperação e a crise, a taxa de juros tende a aumentar, e isto amortecerá um tanto o efeito favorável sobre os preços dos ativos reais, decorrentes do aumento nos rendimentos ou ganhos futuros. O aumento na taxa de juros reflete o fato de os detentores de riqueza, nessa fase do ciclo, tenderem a trocar obrigações e hipotecas por ações. Ademais, a queda no preço das obrigações podem levar à expectativa de que caiam ainda mais e assim as taxas de juro podem ser inflacionadas, de maneira cumulativa (HANSEN, 1973).

Na fase de contração do ciclo, entre a crise e a recuperação, a taxa de juros normalmente cai e isto serve para compensar, de certa forma, o efeito desfavorável sobre os preços de ativos, criado por rendimentos futuros baixos e talvez decrescentes. O declínio da taxa de juros reflete o fato de os detentores de riqueza, nessa fase do ciclo, estando pessimistas quanto aos rendimentos futuros dos ativos de capital, trocarem as ações por títulos de renda fixa. Isto eleva o preço dos títulos e diminui a taxa de juro (HANSEN, 1973).

Assim, resumizando, (1) na fase de crise, é provável que surja um afastamento de ações e títulos, em favor de dinheiro; (2) na fase de recuperação, ocorre um movimento no sentido de ações e títulos, mas predominantemente a favor das primeiras; (3) na fase de expansão, o mercado passa dos títulos para as ações; e (4) na fase de contração, há uma passagem das ações para os títulos (HANSEN, 1973).

2.3. Considerações pós-keynesianas

Conforme discutido, as diferentes interpretações da obra de Keynes levaram ao surgimento de uma série de escolas do pensamento econômico. Entre elas está a escola pós-keynesiana, surgida na década de 1970 a partir de economistas como Paul Davidson, Hyman Minsky e Jan Kregel, que criticavam a chamada síntese keynesiano-neoclássica, inclusive o modelo IS-LM. A síntese neoclássica argumentava que, uma vez estabelecido o pleno emprego, a teoria clássica voltaria a ser relevante.

A teoria pós-keynesiana propõe uma análise do sistema financeiro para justificar, no contexto dos ciclos econômicos, o excesso de otimismo que suscita a queda repentina da eficiência marginal do capital. De acordo com essa corrente, há uma elevação da fragilidade financeira endógena ao funcionamento das finanças. Eventualmente, essa fragilidade se transforma em instabilidade.

O papel do mercado financeiro em financiar os investimentos é melhor desempenhado quando os sistemas são desenvolvidos o suficiente para oferecer diferentes prazos de maturação sem acentuada elevação dos custos financeiros. Nessas circunstâncias, ao poupar, o agente pode escolher ativos de curto, médio e longo prazos, de forma que as várias opções acomodem sua preferência pela liquidez. Ao passo que aqueles que demandam moeda têm à sua disposição maturações variadas e as escolhem de acordo com seus investimentos. Ou seja, esse sistema facilita a rolagem de dívidas, permitindo que o mercado funcione sem maiores interrupções (MOLLO, 2012).

À medida que a organização do mercado financeiro progride, a instabilidade tende a aumentar, dado o risco dos investimentos especulativos predominarem. Essa tendência é consequência das expectativas otimistas que diminuem a percepção de risco, levando os bancos a concederem cada vez mais liquidez ao mercado.

Segundo Mendonça (2012), Minsky alerta sobre o caráter pró-cíclico inerente ao próprio funcionamento dos mercados financeiros. Nos momentos de maior euforia, a percepção de risco de crédito tende a diminuir. Nos períodos de aceleração, os modelos de avaliação exigem níveis menores de manutenção de

capital e o que se observa é a maior alavancagem dos agentes, ou seja, operações com cada vez menos capital próprio. Quando, porém, dá-se uma desaceleração nos mercados financeiros, há um agravamento do *credit crunch*, uma vez que a elevação dos níveis de capital implica menos recursos disponíveis para os tomadores (MENDONÇA, 2012).

Os pós-keynesianos assumem a possibilidade de três posições financeiras diferentes. A posição mais segura, chamada *hedge*, se dá quando a renda esperada do agente lhe permite fazer frente a todos seus compromissos financeiros assumidos. Nesse caso, a necessidade de liquidez é menor e os fluxos de recebimento são maiores que os de pagamento (MOLLO, 2012).

A posição intermediária ocorre quando as obrigações financeiras do agente são maiores do que sua renda esperada. A essa posição dá-se o nome de especulativa, uma vez que credor e devedor especulam quanto a possibilidade de refinanciamento futuro da dívida. Já a posição Ponzi consiste na situação em que o devedor deve incorrer em novas dívidas como forma de pagar as anteriores. Trata-se do limite, onde faz-se necessário aumentar o endividamento do agente para arcar até mesmo com os juros de suas dívidas (DEOS, 2012).

Logo, no processo característico de financiamento dos investimentos, é normal o aumento do endividamento e da imprudência das condições dessas dívidas enquanto a economia cresce aceleradamente. Cada vez mais agentes entram em posições especulativas e Ponzi relativamente às posições *hedge*, instaurando estruturas financeiras mais frágeis. Porém, os investimentos continuam a crescer apenas enquanto os agentes lucram e conseguem recursos para pagar suas dívidas. O que finalmente transforma toda essa fragilidade em instabilidade e crise é o aumento das taxas de juros, que sinaliza maior preferência pela liquidez dos bancos (MOLLO, 2012).

As diferentes posições assumidas pelos agentes de mercado determina o grau de fragilidade do sistema financeiro e seu potencial de instabilidade. A hipótese minskyana é de que as posturas financeiras alteram-se à medida que a fase ascendente do ciclo, o *boom*, se mantém. Quanto mais longo esse período, mais os

agentes entram nas posições especulativa e Ponzi, e mais frágil e instável se torna a economia (DEOS, 2012).

Um exemplo desse processo de fragilização gradual dos mercados financeiros, que eventualmente suscita a crise, foi a crise financeira internacional de 2008. No período anterior a este evento, surgiram uma série de inovações financeiras, capazes de concentrar ativos e, aparentemente, reduzir os riscos. Enquanto as agências de avaliação de riscos concediam notas altas a ativos securitizados, crescia o risco sistêmico. Assim, as inovações entregavam cálculos cada vez mais precisos sobre risco, confundindo, muitas vezes, risco e incerteza (SOBREIRA, 2012).

O conceito de incerteza na teoria keynesiana, e pós-keynesiana, difere completamente do de risco. Não é possível calcular incerteza por meio de modelos econométricos, ou objetivos em geral, precisamente porque seu conceito é subjetivo e implica desconhecimento do futuro. A partir disso, estende-se que a confiança dos agentes econômicos é sensível a mudanças na percepção da incerteza. Isso significa que o investimento e o consumo, em um ambiente de crescente incerteza, são fortemente afetados, levando a quedas nos preços de ativos e a uma maior preferência pela liquidez (POSSAS, 2015).

Portanto, interpretações pós-keynesianas da crise financeira internacional de 2008, tal como Carvalho (2005) e Kregel (2008), caminham no sentido de identificar as causas do colapso do sistema financeiro como relacionadas ao surgimento de novos instrumentos financeiros e ao papel das agências de risco. Esses fatos estão relacionados ao desenvolvimento das finanças como consequência de um período de relativa estabilidade e otimismo.

Além da contribuição acerca da instabilidade dos mercados financeiros, os economistas pós-keynesianos trabalham com a tese da não neutralidade da moeda, tanto no curto quanto no longo prazo, uma vez que afeta o ritmo e a forma da acumulação de riqueza.

A economia keynesiana está dividida em duas esferas por onde a moeda circula. Na primeira, a esfera industrial, a moeda funciona como meio de troca, fazendo girar bens e serviços. Na segunda, a esfera financeira, a moeda se torna

um ativo que possui os mesmos atributos que os ativos financeiros. Esses atributos estão relacionados ao grau de liquidez que proporcionam, aos custos de manutenção que exigem e aos ganhos de juros e de capital que geram. No caso da moeda, seus custos de manutenção e ganhos de capital e de juros são todos nulos, mas sua liquidez é máxima. Em outras palavras, a moeda na circulação financeira concorre com outros ativos pela demanda dos agentes econômicos (CARVALHO, 2012).

Logo, a moeda funciona como uma ponte, ligando as duas esferas econômicas entre si. Quando vai à circulação industrial, a moeda assume a função de meio de troca. Quando vai à circulação financeira, transforma-se em ativo. Keynes e mais tarde os pós-keynesianos sugerem uma política monetária que transforme a moeda-ativo em moeda meio de troca, sendo sempre o objetivo final aumentar o produto ou, o seu corolário, reduzir o desemprego. Nesse sentido, recomendam-se maiores operações de *open market*, que aumentem a quantidade de moeda na esfera financeira, derrubando assim as taxas de juros de ativos financeiros, mais líquidos, e estimulando a recomposição de portfólios com ativos menos líquidos, da esfera industrial. Ou seja, diminui-se a demanda por ativos financeiros, uma vez que os ganhos de juros são agora menores e aumenta-se a demanda por ativos que proporcionam ganhos de capital (CARVALHO, 2012).

Em linhas gerais, a política monetária pós-keynesiana envia sinais aos agentes econômicos, por meio das autoridades monetárias, para que troquem ativos que rendem juros por ativos ilíquidos que proporcionam lucros, como bens de capital. Essa conclusão, porém, não perde de vista o fato de que as decisões de recomposição de *portfólios* não dependem apenas das taxas de juros, mas de cálculos subjetivos relacionados às expectativas futuras (CARVALHO et al., 2007).

3. Teoria austríaca

A tradição da Escola Austríaca de Economia foi iniciada por Carl Menger a partir da publicação de “Princípios de Economia Política” em 1871. Neste livro, Menger questiona a teoria clássica elaborada por Adam Smith e reedifica a ciência econômica ao estabelecer o ser humano como ator criativo e protagonista dos processos e eventos sociais. Na passagem do século XIX para o XX, Eugen von Böhm-Bawerk, apontado como o discípulo mais brilhante de Menger, publica “Capital e Juro”, onde formula a teoria austríaca do capital, expondo uma nova teoria sobre o juro baseada na preferência temporal dos indivíduos (SOTO, 2012).

A partir das contribuições acima, Ludwig von Mises impulsiona a Escola Austríaca aplicando uma concepção dinâmica do mercado como alternativa às teorias baseadas no equilíbrio. Mises fez contribuições no âmbito da teoria monetária, do crédito e dos ciclos econômicos e desenvolveu uma teoria da função empresarial como força coordenadora do mercado. Seus escritos serviram de inspiração para Friedrich Hayek, ganhador do Prêmio Nobel de Economia em 1974. Hayek é tido como uma das figuras intelectuais mais importantes do século XX, com grande influência nas áreas econômicas, filosóficas e políticas (SOTO, 2012).

A teoria econômica desenvolvida pela escola austríaca parte do pressuposto de que o conhecimento está disperso entre os indivíduos na sociedade. Esse pressuposto possui dois efeitos sobre o desenvolvimento da teoria. Por um lado, significa que o planejamento econômico centralizado é contestável, porque não se pode concentrar o conhecimento. Por outro lado, a dispersão do conhecimento explica as flutuações de curto prazo na atividade econômica.

Esta seção discute pormenorizadamente a teoria austríaca dos ciclos econômicos. Os dois efeitos da dispersão do conhecimento sobre a atividade econômica ajudam a desenvolver a teoria dos ciclos. Em linhas gerais, o ciclo é causado por intervenções no mercado de crédito que estão associadas ao arranjo monetário, no que está incluída a própria concepção de autoridade monetária. O fenómeno macroeconómico do ciclo difere das flutuações naturais da atividade, que são explicadas pela competição entre os indivíduos já no nível do conhecimento.

Para os dois principais autores da escola austríaca do pensamento económico, Ludwig von Mises e Friedrich von Hayek, o problema básico da epistemologia é

entender como o conhecimento é obtido pela mente humana. Mises busca a resposta na racionalidade e na introspecção individual. Já para Hayek, o conhecimento está nas sensações provocadas por estímulos externos e é atributo inerente ao indivíduo e não à realidade objetiva (FEIJÓ, 2000). Embora o problema seja tratado de formas diferentes, as conclusões dos autores são semelhantes, pois ambos entendem que o indivíduo é o vetor do conhecimento na sociedade e afastam a possibilidade de centralização do planejamento pelo estado. Na realidade, ambos autores defendem que a economia não pode funcionar corretamente sem que o planejamento seja descentralizado.

O significado das ações dos conjuntos coletivos está nas ações executadas pelos indivíduos. Não é possível conceber um coletivo social que não opere por intermédio de pessoas, isto é, um coletivo social não tem existência e realidade fora das ações de seus membros (MISES, 2010). Se isto é verdade, então os órgãos de planejamento centralizado idealizados como oniscientes são operados por indivíduos. Este é o caso, justamente, de toda e qualquer autoridade que pratique políticas econômicas.

Ao determinarem preços politicamente, as autoridades atropelam as forças de mercado e impedem que a interação espontânea dos agentes econômicos desenvolva um sistema de preços sustentável. A definição da taxa de juros por uma autoridade monetária, por exemplo, requereria um nível de conhecimento impossível de ser atingido por um pequeno grupo de burocratas. Hayek (1945) defende que o conhecimento necessário para definir preços na economia não é científico ou técnico, portanto não pode ser coletado por uma entidade central. O conhecimento, na realidade, é subjetivo e está disperso entre todos os participantes do mercado, sendo adquirido de forma espontânea e mesmo subconsciente. Apenas depois da coordenação entre os agentes econômicos, por meio da convergência temporal do conhecimento, é que as informações podem ser coletadas por um planejador central.

Além disso, não se pode concentrar o conhecimento em autoridades centrais porque ele não está disponível em sua totalidade. O conhecimento das circunstâncias necessário para a ação está disperso entre os indivíduos em partes incompletas de informação, muitas vezes contraditórias. Conforme Hayek (1945: 82)

explica: “nós precisamos de descentralização porque só assim podemos garantir que o conhecimento das circunstâncias particulares de tempo e lugar será prontamente usado”⁵.

As circunstâncias nas quais se dá a atividade econômica apresentam-se enquanto fatos objetivos. A interpretação desses fatos não é igual por cada um dos agentes e a própria natureza distinta dessas interpretações caracteriza a competição nos mercados, onde diferentes empreendedores se aventurarão e onde uns devem prosperar enquanto outros falham. Como não se pode saber de antemão o verdadeiro significado de uma situação de mercado, a livre competição, já no nível do entendimento das circunstâncias, é o que leva à melhor alocação de recursos.

Muitas das explicações para os fatos objetivos são excludentes. Apenas a ação empresarial baseada em diferentes interpretações é que pode de fato investigar a verdadeira causa desses fatos. O processo capitalista de tentativa e erro significa que alguns dos cálculos empresariais serão equivocados, surgindo enquanto prejuízos e exigindo reestruturação produtiva. Este processo de reorganização requer tempo, desde o investimento inicial, passando por resultados negativos enquanto prejuízos, até o novo investimento como releitura das condições de mercado, que naturalmente não são idênticas às anteriores.

A atividade econômica é caracterizada por um processo contínuo de especulação, criação e correção. Para que esse processo funcione suavemente, são necessários preços livres e a estrita internalização de lucros e perdas. Enquanto erros individuais são comuns e explicam flutuações de curto prazo, desvios de longo prazo que levam ao colapso da atividade econômica são fenômenos coletivos caracterizados por erros generalizados (MUELLER, 2001).

Isto significa que, dado que o conhecimento é reflexo da apreciação e do entendimento que cada indivíduo possui dos fatos que o circundam, é natural que o mercado experimente eventuais flutuações de curto prazo. Essas flutuações são causadas por erros empresariais, que fazem parte do processo de tentativa e erro inerente ao capitalismo. Contudo, o fenômeno macroeconômico do ciclo é causado por erros generalizados de investimentos, induzidos por políticas econômicas

5 Tradução própria.

equivocadas ou pelo próprio sistema monetário. Para tratar essa diferença, Hayek recorre ao arcabouço do equilíbrio e da tendência ao equilíbrio econômico.

A teoria austríaca rejeita a ideia de equilíbrio, seja estático ou dinâmico. Como a atividade econômica se desenrola ao longo do tempo, não se pode fazer análises estáticas. Isto é, não é possível atingir um estado de equilíbrio já que as condições estão em constante mudança. Para Hayek (1937), a análise do equilíbrio é equivocada porque se baseia em dados que mudam com a atividade econômica. Os agentes adquirem conhecimento ao longo do processo econômico e esse conhecimento adquirido muda as condições dos dados até então vigentes, o que, por sua vez, muda a análise de equilíbrio. Assim, a dinâmica inerente à atividade econômica, de constante aquisição de conhecimento e mudança das visões subjetivas dos fatos, que leva os agentes a recalcularem seus projetos, impossibilita a análise de equilíbrio.

Contudo, Hayek (1937) encontra utilidade na proposição de tendência ao equilíbrio como ferramenta de análise econômica. Há uma tendência ao equilíbrio enquanto a aquisição de conhecimento ao longo do processo de mercado não mudar os planos dos agentes, mas sim validar suas expectativas. Cada vez que a aquisição de conhecimento mudar as condições do processo de mercado e provocar uma nova tendência ao equilíbrio, haverá flutuações na atividade econômica.

Em outras palavras, o desenvolvimento econômico não ocorre de maneira uniforme, mas se alterna em períodos de mudanças rápidas e relativa estagnação. Esse fato não constitui um problema econômico e é explicado pelo ajuste do sistema econômico às mudanças irregulares nas informações. Essas mudanças são assumidas e não podem ser explicadas pela ciência econômica, porque, conforme discutido, dependem da natureza de cada indivíduo. Assim, flutuações da atividade econômica devidas a ajustes às mudanças das circunstâncias não representam problemas para a teoria econômica (HAYEK, 1933).

A produção é geralmente guiada pela expectativa do preço a ser obtido no mercado e não por algum conhecimento sobre a demanda total pelo produto. Na moderna economia monetária de troca, o empreendedor não produz para satisfazer determinada demanda, mas produz a partir de cálculos sobre a lucratividade do negócio. O sistema de preços é a forma capitalista de comunicar aos agentes as

informações relevantes para a tomada de decisões. Os preços concentram e transmitem essas informações.

O preço do produto final, porém, constitui apenas um fator determinante entre vários para a produção. Tão importante quanto é o preço que o produtor paga por seus custos, isto é, por matérias-primas, força de trabalho, ferramentas e capital. Portanto, a produção é guiada por mudanças nas expectativas de preço do produto final e nos custos de produção e isso vale para todos os produtores operando em condições de competição.

Mostrar a forma com que a relação entre esses preços equilibra oferta e demanda é objeto da ciência econômica pura. As rupturas desta tendência ao equilíbrio, contudo, são objeto da teoria dos ciclos. A teoria dos ciclos investiga porque, em contraste com a teoria estática, os preços não trazem as mudanças nas quantidades produzidas que corresponderiam a uma situação de equilíbrio.

A concepção de equilíbrio econômico é baseada na identidade final entre oferta total e demanda total. Mudanças nos fatores “reais” não causam distúrbios nesta identidade, seja na quantidade de meios de produção ou na preferência dos consumidores. Por outro lado, uma alteração no volume de moeda representa uma mudança unilateral na demanda, que não é equivalentemente contrabalançada na oferta. Enquanto meio puro de troca, a moeda não é demandada para consumo, mas deve ser sempre trocada sem nunca ter cumprido inteiramente seu propósito.

Hayek (1933) argumenta que a moeda é um produto, o único, que não é fim em si mesmo, ou seja, não é capaz de satisfazer finalmente a demanda. Em outras palavras, a moeda é apenas um intermediário na troca econômica. A introdução da moeda, portanto, derruba as suposições fundamentais da teoria estática e leva a fenômenos que o sistema estático de equilíbrio julga inconcebíveis.

Ao se assumir que o sistema de preços falha em equilibrar oferta e demanda, de maneira que por um período relativamente longo a demanda seja satisfeita a um preço no qual a oferta disponível é inadequada para equilibrar a demanda total, tem-se que os eventos econômicos perdem sua determinância e originam movimentos contrários ao equilíbrio. Este é precisamente o comportamento dos juros, o preço do crédito, que origina distúrbios na formação de preços e causa o ciclo de negócios.

Se a própria existência do crédito possibilita estes distúrbios e o volume e direção do crédito recém-criado determinam a extensão dos desvios da posição de equilíbrio, logo o crédito e, conseqüentemente, a moeda não são elementos passivos. Desta forma, os efeitos do crédito enquanto novo fator determinante dos desvios no sistema de preços devem formar o ponto de partida ao se deduzir os fenômenos observados em flutuações cíclicas (HAYEK, 1933).

Assim, como a moeda é incapaz de satisfazer a demanda por si só, sua introdução na análise econômica quebra a rigidez do sistema fechado de equilíbrio em sua interdependência e autossuficiência. A moeda constitui o ponto de partida que atende às condições essenciais de qualquer teoria dos ciclos de negócios (HAYEK, 1933). A partir da moeda, mostra-se, dedutivamente, a possibilidade e mesmo necessidade de movimentos que não poderiam continuar indefinidamente. Em uma análise teórica de tendência ao equilíbrio, esta condição é sempre alterada quando ocorrem mudanças nos dados econômicos. A moeda, por sua vez, altera esta tendência ao equilíbrio sem que haja mudanças nas informações econômicas. Os movimentos provocados pela moeda levam a disparidades entre certas partes do sistema que impedem a continuidade indefinitiva de determinada situação.

Qualquer distúrbio no equilíbrio de preços leva a mudanças na estrutura de produção. Este é o canal pelo qual os fatores monetários atingem a economia “real”. Não se trata de uma suposição adicional da teoria dos ciclos, mas de uma consequência de mudanças monetárias. As mudanças monetárias que acontecem constantemente, devido à organização bancária, desviam um determinado preço, a taxa de juros, da sua posição de equilíbrio. Desvios deste tipo levam a mudanças nas posições relativas de bens de produção e bens de consumo, o que significa mudanças nos estágios de produção, e que vão eventualmente precipitar a crise. Uma vez que as causas monetárias desencadeiam o desenvolvimento do sistema econômico na forma de *boom* da atividade econômica, as forças que causam a crise quando a influência monetária deixa de operar já estão em movimento (HAYEK, 1933).

É importante destacar também a negação da escola austríaca à tese de neutralidade da moeda. Ao se supor que o meio de troca é neutro, supõe-se que não há demais diferenças entre a troca direta e a troca indireta. Em outras palavras, a

introdução da moeda não afeta as características da transação de bens. Aqueles que seguem essa tese não ignoram o fato, comprovado pela história, de que variações no poder de compra da moeda causam distorções no sistema econômica. Porém, argumentam que tais eventos são causados por políticas inadequadas (MISES, 2010).

Assim, a teoria da neutralidade da moeda conclui que o nível de preços é proporcional a alterações na quantidade de moeda em circulação. Mises (2010: 466) argumenta, por outro lado, que “mudanças na quantidade de moeda nunca podem afetar os preços de todos os bens e serviços ao mesmo tempo e com a mesma intensidade”. Seu efeito ocorre, portanto, sobre os preços relativos.

Hayek (2008) é outro crítico da tese da neutralidade da moeda. O autor argumenta que há fricções que impedem o ajuste do sistema de preços e isso impede que a oferta de moeda seja neutra. Por exemplo, a introdução de um meio de troca significa a existência de contratos de longo prazo nos termos desse meio de troca. Esses contratos são feitos com base em expectativas futuras sobre o nível de preços.

A existência desses contratos tem duas consequências: os preços não são completamente flexíveis e as expectativas tampouco são sempre corretas. Hayek (2008) argumenta, então, que esses dois fatores, por si só, derrubam a tese de neutralidade.

3.1. Ciclos econômicos

As teorias econômicas monetárias, no intento de explicar fenômenos inconcebíveis em uma economia de troca, devem partir da possibilidade de alterações automáticas na quantidade de moeda sobre a organização da moeda e do crédito, isto é, sem ação artificial de um agente externo (HAYEK, 1933). Nessa mesma linha de argumentação segue Soto (2012), que explica como o sistema bancário com reservas fracionárias é capaz de criar crédito em períodos de aceleração econômica, levando a desproporções que mais tarde tomarão tempo e dinheiro para serem corrigidas.

O argumento de Hayek é de que a organização bancária e monetária faz com que os períodos de euforia sejam alimentados por criação de moeda. O crédito altera a oferta no mercado de fundos emprestáveis e derruba artificialmente seu preço, a taxa de juros. Quando a criação de crédito é interrompida, ocorre, forçosamente, uma desaceleração da atividade econômica e queda nas vendas.

O mecanismo de expansão monetária, por meio do crédito, se dá não apenas pela emissão excessiva de notas bancárias, mas também pelo excesso de abertura de contas-correntes. Ao emitir meio fiduciário, sejam notas bancárias sem reservas ou contas-correntes com reservas fracionárias, os bancos se colocam em uma posição de expansão considerável do crédito. A criação desses meios fiduciários adicionais permite que os bancos estendam o crédito além do limite imposto pelos seus próprios ativos e pelos fundos que lhes foram confiados por seus clientes.

Hayek (1933) descreve a teoria dos ciclos como uma teoria endógena, em que a causa do ciclo é inerente ao sistema econômico. As divergências entre as taxas natural e monetária de juros se dão automaticamente no curso do desenvolvimento econômico sob a atual organização do crédito. A intervenção na taxa de juros, por sua vez, alonga o período de divergência entre as taxas natural e monetária de juros e afeta diretamente a intensidade da crise econômica.

Essa afirmação não pode ser confundida com a teoria keynesiana de que o ciclo é endógeno ou inerente às economias de mercado. O que os austríacos defendem é que o arranjo monetário e bancário cria endogenamente as condições de expansão do crédito e da moeda. Por este motivo, os ciclos são causados automaticamente pelos bancos. A ação estatal, por sua vez, determina os setores

em que a moeda recém-criada entra ou o tempo de duração do ciclo. No mais, a organização bancária é liderada a autoridade monetária, o que é passível das críticas feitas na seção anterior.

As variações monetárias podem afetar o mercado de capitais antes mesmo de alterar os preços dos fatores de produção. O aumento da quantidade de moeda diminui a taxa de juros de mercado sem alterar a taxa originária ou a natural, deixando de orientar corretamente a atividade empresarial. Os cálculos dos investidores são afetados e seus projetos são mal dimensionados.

A taxa originária de juros é calculada pela diferença entre o valor presente de bens no futuro imediato e no futuro mais distante (MISES, 2010). A taxa natural de juros, por sua vez, é dada pelo preço que equilibra a demanda por empréstimos de capital e a oferta de poupança (HAYEK, 2008).

A tese central da teoria monetária de Mises (2010) consiste na proposição de que a taxa monetária de juros pode desviar-se das taxas natural e originária devido à criação de moeda no mercado de crédito. Enquanto mudanças na circulação de moeda podem ou não mudar o nível de preços, mudanças agregadas implicam que preços relativos, e com eles as posições relativas dos agentes econômicos, mudarão. Moeda e crédito entram na economia de uma forma específica e afetam os atores econômicos de formas diferentes.

Ainda que se considere que um aumento na quantidade de moeda cause aumento no nível geral de preços, deve-se analisar seus diferentes efeitos. Os livros-texto e o público em geral consideram apenas um efeito prejudicial da inflação, aquele na relação entre devedores e credores, em que os primeiros são favorecidos em detrimento dos últimos. Além disso, como os mais prejudicados são os credores, a maioria das pessoas não se importa, até entenderem que na sociedade moderna a classe de credores mais numerosa são justamente os assalariados e pequenos poupadores, enquanto os devedores que mais se beneficiam são empresas e instituições financeiras (HAYEK, 1996).

O problema da análise convencional é que ela trata um aumento do nível de preços como se ocorresse ao mesmo tempo e a porcentagens mais ou menos iguais para todos os preços, pelo menos aqueles determinados pelo mercado, deixando de lado alguns preços fixados por decreto ou por contratos de longo prazo. Isso,

contudo, não pode ser verdade. O ponto crucial é que, enquanto o fluxo de gastos continua a crescer e os preços são levados para cima, os diferentes preços devem aumentar sucessivamente, de maneira que aqueles que aumentam primeiro se mantêm sempre a frente do restante. Essa distorção de toda a estrutura de preços apenas desaparece um tempo após o processo inflacionário parar (HAYEK, 1996).

O influxo de moeda no sistema sempre acontece em um ponto específico. Há sempre algumas pessoas que possuem mais dinheiro para gastar antes de outras, a depender da maneira com que o aumento da quantidade de moeda ocorre. Assim, o dinheiro pode ser gasto antes pelo governo em obras públicas ou aumentos salariais, por investidores em bens de capital etc. Em seguida, será gasto pelos primeiros receptores da despesa adicional e assim por diante. O processo toma diferentes formas e suas ramificações são tão complexas que não podem ser registradas. Porém, essas diferentes formas do processo têm algo em comum: os preços vão aumentar não na mesma proporção mas em sucessão e, enquanto o processo continuar, alguns preços estarão sempre a frente de outros. Por fim, toda a estrutura de preços estará muito diferente do que a teoria pura apontaria como uma posição de equilíbrio.

A partir da mudança nos preços, uma mudança similar ocorre na alocação de recursos. De um lado, aqueles bens e serviços cujos preços são comparativamente maiores serão mais produzidos e, do outro lado, bens e serviços mais baratos serão menos produzidos. Assim, a teoria austríaca dos ciclos econômicos sustenta que a expansão do crédito implica transformação da estrutura de capital através de mudanças nos preços relativos.

Enquanto mais liquidez continua a alimentar o *boom*, o horizonte temporal de projetos de investimento se alarga. Quando a velocidade de criação de crédito perde fôlego e se transforma em contração, vários planos econômicos devem ser abandonados. Embora novas injeções de liquidez possam interromper o processo recessivo de readequação de projetos, os austríacos alertam que a nova liquidez torna as distorções econômicas mais severas. Enquanto, no nível micro, a economia precisa de readaptação, políticas macroeconômicas impedem esse processo, induzindo a uma eventual depressão inevitavelmente mais severa e mais prolongada, imune a novos pacotes de liquidez (MUELLER, 2001).

A intervenção dos bancos aumenta a oferta no mercado de fundos emprestáveis a partir do crédito adicional criado pelos próprios bancos e produz uma queda na taxa de juros, o que estimula a atividade econômica. Projetos que não seriam rentáveis caso a taxa de juros não sofresse manipulações passam a ser lucrativos e são iniciados. O estado de negócios mais ativo leva a uma maior demanda por bens de produção e trabalho. O preço desses fatores aumenta e, com salários mais altos, a demanda e os preços dos bens de consumo também sobem. Caso os bancos interrompessem a expansão de crédito, o *boom* pararia rapidamente. Mas, os bancos não desviam seu curso de ação e continuam a expandir o crédito em escala cada vez maior, de maneira que preços e salários continuam a subir.

Quando os bancos fazem empréstimos por meio da criação de moeda, os juros no mercado de crédito diminuem, e, uma vez que a poupança não se alterou, a taxa de juros de mercado se distancia da taxa natural. Instala-se a ilusão de que a sociedade é rica o suficiente para investimentos mais intensivos em capital e, ainda, de que os consumidores alteraram sua preferência temporal, de forma que desejam consumir mais no futuro. Os empresários, então, investem em processos de produção mais longos, alargando a estrutura de capital, especialmente naqueles setores mais distantes do consumidor final.

O sistema com reservas fracionárias permite que os bancos ofereçam crédito muito além dos seus ativos e dos fundos confiados pelos depositantes. A oferta de crédito que os próprios bancos criam reduz a taxa de juros de mercado, estimulando a atividade econômica. Dado que os empresários comparam a taxa de juros com a taxa esperada de retorno de seus projetos, uma série de empreendimentos agora parecem lucrativos e são iniciados. A economia vive um *boom*. A maior demanda por fatores de produção eleva os preços dos meios de produção e os salários, que por consequência eleva a demanda e os preços de bens de consumo (MISES, 2010).

Assim, a taxa de juros artificialmente baixa envia ao mercado dois sinais complementares. Por um lado, sinaliza aos empreendedores que o crédito está mais barato do que antes. Por outro lado, torna atrativa a taxa mínima de retorno exigida nos projetos de investimento, que é comparada à taxa de juros de mercado para decidir se os projetos devem ou não ser iniciados. Dessa forma, empreendedores

iniciam projetos de alargamento da estrutura produtiva, aumentando a demanda por bens de capital.

Outro fator que alimenta o *boom* são as garantias públicas de recuperação de instituições em processo de falência, sob o argumento de manter a coesão financeira do país. As promessas implícitas ou explícitas de socorro, como políticas monetárias e fiscais para evitar crises de solvência ou o resgate de instituições específicas, abrem caminho para o crescimento excessivo de crédito, não lastreado por aumentos nos fundos reais em termos de poupança corrente ou ativos, e criam um ambiente de risco moral (MUELLER, 2001).

Ao passo que instituições financeiras se tornam menos avessas ao risco, investidores são levados a adotar padrões mais avançados de tecnologia e a expandir empreendimentos. A escassez fundamental é negligenciada em favor de expectativas de um futuro mais rico que se justificam pelo aparecimento de novas áreas de comércio, inovações tecnológicas, crescimento da renda e pleno emprego. Bens, que antes pareciam distantes, entram agora nos planos de demanda. Produção e consumo são maiores não apenas em termos nominais, mas a composição estrutural também muda. Uma espiral de prosperidade toma conta de todos os aspectos sociais e econômicos. Há um otimismo generalizado.

Para empreendedores, há sempre mais tecnologias eficientes disponíveis do que as em uso, o que significa que qualquer processo de produção pode ser renovado ou melhorado, tornando-se mais produtivo. Para consumidores, há sempre bens de consumo mais atrativos caso sua riqueza pessoal fosse maior. Condições de crédito fácil diminuem o grau de percepção do risco de empreendimentos falharem ou de consumidores individuais calcularem errado sua riqueza futura. Difunde-se pelo mercado a expectativa de que há uma saída para a escassez de tempo e recursos (MUELLER, 2001).

Taxas artificialmente baixas, porém, não significam que há poupança para financiar tais investimentos, isto é, que os consumidores decidiram consumir menos no presente. Pelo contrário, o crédito fácil na realidade aumenta também o consumo das famílias. Assim, a inundação de liquidez na economia aumenta a demanda tanto por bens de capital quanto por bens de consumo. Os fatores de produção, contudo, não aumentaram, apenas a quantidade de moeda. Nesse caso, fatores terão que ser

desviados de uns empreendimentos para outros, no que alguns setores crescerão desproporcionalmente. A expansão do crédito esconde esse fato e, enquanto durar, haverá alargamento da estrutura de produção.

O contínuo aumento do crédito causa pressões inflacionárias, de maneira que as autoridades monetárias deverão voltar seus esforços para controlar tais pressões, revertendo as políticas expansivas. Os bancos comerciais, também preocupados com os riscos crescentes, ainda que haja garantias de socorro, vão interromper a criação de moeda. Com a elevação das taxas de juros, as inconsistências entre os planos de consumo e os investimentos de longo prazo se tornarão evidentes.

A teoria não considera que houve apenas um sobreinvestimento em termos quantitativos, mas principalmente investimentos ruins, uma vez que a demanda por consumo vai se materializar antes que os bens para satisfazê-la estejam disponíveis. Aqueles investimentos no alargamento da estrutura de produção feitos em um ambiente de taxas de juros baixas deixam de ser lucrativos, já que os custos de carregamento subiram. Uma espiral negativa toma conta da economia, ao passo que os lucros das firmas caem, a demanda por trabalho diminui e a renda das famílias se aperta (OPPERS, 2002).

Uma série de empreendimentos iniciados devido aos juros baixos e sustentados pelo aumento contínuo dos preços deixam de ser lucrativos. É necessária uma reestruturação dos investimentos, onde empresas diminuem suas operações, outras fecham e algumas vão à falência. O período de *boom* culmina forçosamente na crise e na depressão, porque os preços não podem continuar subindo indefinidamente (MISES, 2010).

O movimento ascendente da atividade econômica devem ser interrompidos. Os bens de produção e o trabalho disponível não aumentaram, mas apenas a quantidade de meios fiduciários, que assume o mesmo papel que a moeda na circulação de bens. A sociedade não é suficientemente rica para permitir a criação de novos empreendimentos sem que trabalho e meios de produção sejam desviados de outros empreendimentos. Enquanto a expansão do crédito continuar, esse fato não será percebido. Se o crédito continuar em expansão em uma tentativa de prevenir a súbita parada do movimento ascendente e o colapso de preços resultante, resultaria uma inflação cada vez mais alta. Mas a inflação e o *boom*

podem continuar suavemente enquanto o público acreditar que os preços deixarão de crescer no futuro próximo. Caso as expectativas mudem e o público deixe de acreditar que a inflação terá fim, tem-se uma situação de pânico. No limite, esse processo culminaria em hiperinflação.

Do contrário, caso os bancos decidam interromper a expansão do crédito em tempo de prevenir o colapso monetário, freando o *boom*, será rapidamente percebido que a falsa impressão de lucratividade criada pelo excesso de crédito levou a investimentos injustificáveis. Os empreendimentos lançados graças à queda artificial da taxa de juros e sustentados pelo aumento igualmente artificial dos preços não parecem mais lucrativos. Alguns negócios reduzem sua escala de operação e outros são fechados ou vão à falência. Os preços começam a cair, enquanto crise e depressão seguem o *boom*. O período de investimentos injustificáveis trazido pela expansão do crédito culmina em crise e depressão. O capital investido nesses empreendimentos é perdido e a economia deve se adaptar a estas perdas.

Nesse caso, a primeira coisa a ser feita seria reduzir o consumo e acumular novos fundos de capital, de maneira que o aparato produtivo esteja em consonância com os desejos real da economia e não os artificiais, manifestados pela expansão do crédito.

Com a reversão da política bancária e a reversão do ciclo de negócios, torna-se difícil obter empréstimos devido à restrição geral de crédito. A taxa de juros sobe rapidamente como resultado do pânico repentino, para em seguida cair novamente. Contudo, sabe-se que, em períodos de depressão, uma taxa de juros muito baixa não consegue estimular a atividade econômica. Indivíduos e bancos se tornam mais líquidos ao acumularem reservas, mas a depressão segue.

Outro fator que prolonga o período de depressão é a rigidez de salários. Os salários aumentam em períodos de expansão e deveriam diminuir em períodos de contração econômica, tanto em termos nominais quanto reais. Ao prevenir que os salários caiam durante uma depressão, os sindicatos transformam o desemprego em um fenômeno massivo e persistente e adiam a recuperação indefinidamente. Uma situação normal não pode retornar até que preços e salários se adaptem à quantidade de moeda em circulação (MISES, 1996).

A sugestão de estimular a atividade econômica e encerrar a depressão recorrendo a uma nova expansão do crédito ignora o fato de que, ainda que se superem as dificuldades momentaneamente, isso produziria uma situação pior em um futuro não muito distante. Tentativas de diminuir artificialmente a taxa de juros por meio de expansão do crédito podem apenas produzir resultados temporários. Além disso, a recuperação inicial será seguida de um declínio profundo manifestado em estagnação das atividades comerciais e industriais. A economia não será capaz de se desenvolver de forma harmoniosa a menos que todas as medidas artificiais que interfiram no nível de preços, salários e taxas de juros, conforme determinados livremente pelas forças de mercado, sejam renunciadas (MISES, 1996).

3.2. Modelo GSMS

Para investigar a dinâmica da economia brasileira no período proposto, este trabalho se utiliza do modelo GSMS, criado por Mueller (2014a, 2014b, 2014c, 2016 e 2018b). O modelo GSMS provê um guia de análise macroeconômica, distinguindo entre as variáveis reais e monetárias. Fundamentado na teoria austríaca, recorre a construções neoclássicas e revisita a teoria quantitativa da moeda. Em contraste a modelos como IS-LM e DSGE, seu objetivo não é servir como ferramenta para políticas econômicas, mas mostrar o funcionamento da economia (MUELLER, 2014c).

O modelo GSMS propõe uma reformulação da teoria quantitativa da moeda (TQM). A ideia de proporcionalidade entre quantidade de moeda e renda nominal remonta ao século XVI, quando o fluxo de ouro das invasões ao continente americano provocou alta de preços na Europa (RESENDE, 2017). A tradição da TQM remonta a Nicolau Copérnico e à escola de Salamanca no século XVI, depois defendida por David Hume no século XVIII até finalmente ser formalizada por Irving Fisher no começo do século XX. Historicamente, a teoria passou por altos e baixos, ora dominando o debate econômico, ora sendo relegada a segundo plano (MUELLER, 2014a).

Na versão de Fisher, o elemento em evidência é a transação, isto é, a troca de bens ou serviços, representada no lado direito da equação (3.1), por uma transferência de moeda, representada do lado esquerdo (FRIEDMAN, 1987: 3):

$$M \times V = P \times T \quad \text{Equação (3.1)}$$

Milton Friedman e a escola de Chicago a mantiveram no centro do debate na segunda metade do século XX. Resende (2017) argumenta que Keynes, embora tenha questionado se a velocidade de circulação da moeda é de fato constante, não tratou diretamente da relação entre moeda e preços. No modelo IS-LM, a demanda por moeda pode ser interpretada como uma equação da TQM em que a velocidade da moeda é função da taxa de juros (MINSKY, 2013).

O modelo GSMS parte da equação monetarista tradicional:

$$M \times V = P \times Q \quad \text{Equação (3.2)}$$

A equação (3.2) é reescrita para separar entre variáveis monetárias e reais:

$$\frac{M \times V}{P} = Q \quad \text{Equação (3.3)}$$

O lado monetário do modelo é representado pela curva de liquidez macroeconômica ML (*macroeconomic liquidity*). Ao se tomar a oferta de moeda fixa e a velocidade de circulação constante, tem-se uma hipérbole como representação gráfica:

$$f(q) = \frac{1}{p} \quad \text{Equação (3.4)}$$

A curva ML reflete a oferta monetária e sua velocidade de circulação como meio de troca, refletindo o uso real da moeda na economia (MUELLER, 2014a).

A partir da equação de troca, tem-se:

$$M \times V = P \times Q = Y \quad \text{Equação (3.5)}$$

Nesta equação, o agregado monetário é composto pela base monetária multiplicado pelo multiplicador bancário:

$$M = BM \times m_b \quad \text{Equação (3.6)}$$

A curva ML é composta pela base monetária BM, o multiplicador bancário m_b e a velocidade de circulação da moeda V. Essa curva é derivada analiticamente da equação de troca (MUELLER, 2016):

$$ML = BM \times m_b \times V \quad \text{Equação (3.7)}$$

O multiplicador bancário pode ser reescrito como o inverso da taxa de reservas, incluindo compulsórias e voluntárias. Caso o banco central decida por reduzir a taxa de reservas compulsórias, no contexto de uma política monetária expansionista, o multiplicador monetário aumenta. Essa mudança do compulsório

pode ser anulada, por sua vez, caso os bancos decidam aumentar as reservas voluntárias.

$$m_b = \frac{1}{r} \quad \text{Equação (3.8)}$$

A principal crítica aos monetaristas e sua interpretação da teoria quantitativa da moeda é que esses defendem que a moeda afeta de forma uniforme e proporcional todos os setores da economia. Sua análise é puramente macroeconômica e ignora os efeitos da inflação monetária a nível micro, isto é, na estrutura de produção (SOTO, 2012).

O modelo GSMS propõe uma extensão da curva ML para compreender a divisão da oferta monetária entre os três setores macroeconômicos:

$$ML = BM \times m_b \times V = Y = P \times Q = P_C \times Q_C + P_I \times Q_I + P_G \times P_G \quad \text{Equação (3.9)}$$

Esse formato da equação revela a incerteza das consequências de um aumento dos gastos, isto é, se leva a maior produção ou a maiores preços. Assim, os efeitos da política de demanda dependem das decisões dos agentes econômicos no nível micro (MUELLER, 2014b).

Logo, diferentes atores econômicos determinam os componentes da liquidez macroeconômica. A autoridade monetária determina a base monetária ao emitir papel-moeda e definir a taxa de reservas compulsórias. O sistema financeiro determina o multiplicador bancário ao definir as reservas voluntárias. O conjunto dos agentes econômicos determina a velocidade de circulação da moeda.

Uma unidade monetária serve a várias transações ao longo do tempo dentro de uma economia. A velocidade de circulação da moeda se refere à frequência dessas transações e representa a conexão entre o estoque de moeda e a moeda em circulação. Ela pode fortalecer, enfraquecer ou mesmo anular os efeitos de uma mudança na quantidade de moeda. Expectativas inflacionárias aumentam a velocidade da moeda, enquanto expectativas deflacionárias ou desinflacionárias a diminuem.

A frequência das transações monetárias depende das decisões dos usuários individuais de moeda na economia. Quando as pessoas decidem usar moeda mais rapidamente, a velocidade aumenta e há aceleração dos efeitos de expansão do estoque monetário. Em contraste, quando o público usa a moeda disponível mais

lentamente, a velocidade cai. Isto pode anular o efeito de expansão do estoque de moeda, ou, no caso de redução da quantidade de moeda, acelerar a contração.

Além disso, a velocidade de circulação de moeda está sujeita a fortes variações, de maneira que mudanças na oferta monetária possuem efeitos incertos. Não há ferramentas para as autoridades monetárias controlarem a velocidade da moeda. Tampouco podem as autoridades monetárias prever sua mudança, ainda que tenham a disposição dados e estatísticas. Por fim, ainda que a tendência histórica da velocidade da moeda seja longa e pareça estável, ela pode mudar abruptamente.

Embora o banco central tenha ferramentas para controlar a base monetária, ele não determina como a moeda entra na economia, nem se sua política expansionista ou contracionista será fortalecida ou abortada pelo uso da moeda pelos diferentes agentes econômicos.

Como “moeda” não é um termo definido, a dimensão do estoque de moeda depende da definição do agregado. Para determinar a velocidade da moeda, as autoridades monetárias usam vários agregados como referência, como base monetária, M1 (papel-moeda e depósitos), M2, M3 ou M4 (agregados mais amplos). A escolha do agregado é importante para saber por qual fator a quantidade de moeda se transforma em produto ou renda nominal.

Desta maneira, o elo mais fraco na cadeia de transmissão da política monetária é a velocidade da moeda. Contudo, ela não representa o único elo fraco. Na realidade, o problema começa em encontrar uma definição adequada de moeda para calcular sua velocidade, conforme explicado no parágrafo acima, e para determinar se os efeitos da política econômica estimulam a economia real ou apenas afetam valores nominais através do nível de preços. Assim, a abordagem proposta mostra que a autoridade monetária não pode prever os resultados de políticas econômicas, uma vez que há variáveis que estão fora de seu controle.

Do lado real do modelo GSMS aparecem três curvas, conforme a figura 3.1. O produto potencial é representado pela fronteira natural de produção NPF (*natural production frontier*). A produção natural de uma economia depende de uma série de fatores, como capital, trabalho, natureza, tecnologia e empreendedorismo, como mostra a equação (3.10). Este último fator, empreendedorismo, está ligado, por

exemplo, à facilidade de se fazer negócios em uma economia, o que é determinado, por sua vez, por suas instituições (ACEMOGLU e ROBINSON, 2008). Na sua representação gráfica, a NPF independe do nível de preços.

$$NPF=f(K,L,N,T,E) \quad \text{Equação (3.10)}$$

A disponibilidade desses fatores determina o nível de produção natural. Se a quantidade ou qualidade dos fatores de produção for aumentada, tem-se uma elevação da capacidade de produção, que é percebida no modelo como um movimento da NPF para a direita.

Por outro lado, se ocorre uma retração na capacidade produtiva da economia, a NPF se desloca para a esquerda. Esse é o caso, por exemplo, de uma recessão econômica, em que há falências de empresas e obsolescência de capital, sem investimentos suficientes para reposição.

Os deslocamentos da curva ML, por sua vez, são causados pela criação de crédito no sistema bancário. Estes deslocamentos se dão ao longo da curva da fronteira cíclica da produção CPF (*cyclical production frontier*). A CPF depende da produção conjuntural da economia como função da utilização da capacidade instalada.

$$CPF=f(UCI) \quad \text{Equação (3.11)}$$

A utilização da capacidade instalada não é uniforme ao longo do tempo, de modo que a produção cíclica reflete os custos de oportunidade e a utilização de recursos escassos, e, por este motivo, a curva afeta o nível de preços. Em certos momentos, a conjuntura leva a maior utilização da capacidade instalada, tem-se uma aceleração econômica com pressão sobre os preços e aumento da inflação.

Em outros momentos, a economia produz abaixo do seu potencial, o que leva a uma desaceleração da atividade econômica e dos preços. Enquanto movimentos ao longo da CPF representam aceleração ou desaceleração econômica, movimentos da curva indicam mudanças na capacidade produtiva. Em termos keynesianos, a CPF depende da demanda agregada (MUELLER, 2018b).

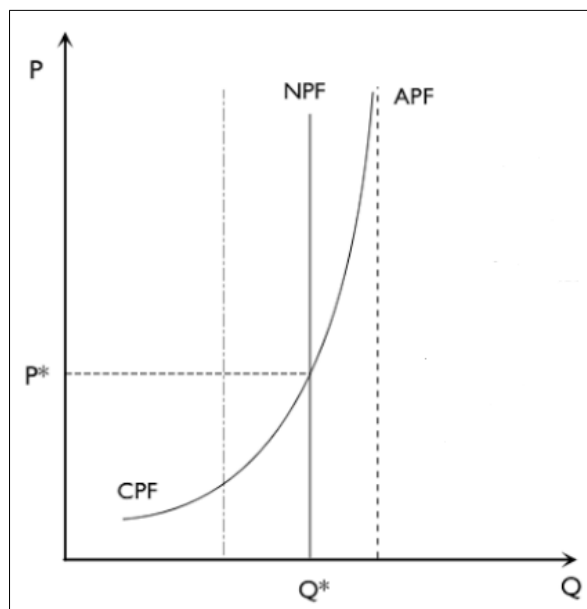


Figura 3.1: Fronteiras de produção. Fonte: MUELLER, 2014a: 16.

A última curva representa a fronteira absoluta de produção APF (*absolut production frontier*), isto é, o limite máximo de produto que pode ser atingido caso se utilize 100% da capacidade instalada. Quanto mais a CPF se aproxima da APF, mais evidente a escassez dos fatores de produção, maiores os custos e, assim, maior o nível de preços.

Logo, o modelo GSMS completo assume o seguinte formato:

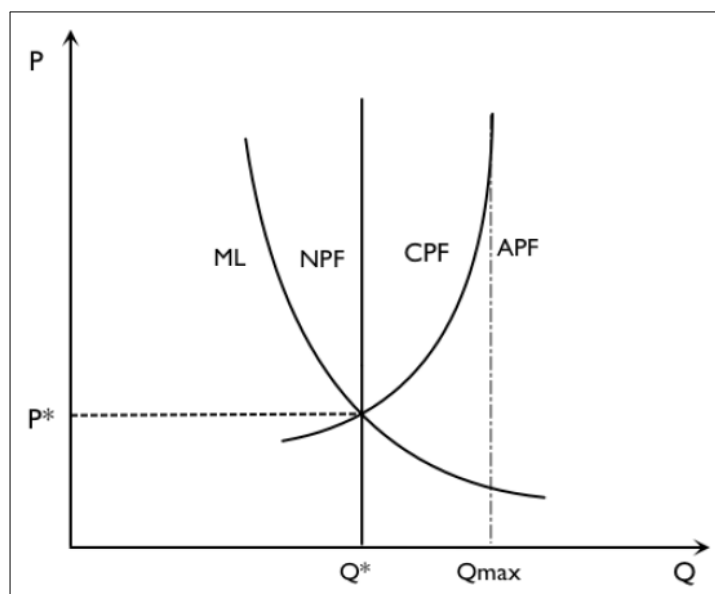


Figura 3.2: Modelo GSMS. Fonte: MUELLER, 2014a: 4.

Em linhas gerais, portanto, o modelo GSMS propõe uma ligação entre o curto prazo e o longo prazo, representados, respectivamente, pelas curvas CPF e NPF.

Além disso, o modelo também liga o lado monetário ao lado real da economia, que é representado pela interação das curvas ML e CPF. A seção seguinte trata da dinâmica do modelo GSMS.

3.3. Dinâmica do Modelo GSMS

A versão dinâmica do modelo GSMS parte da seguinte equação:

$$g_M + g_V = g_Q + \pi \quad \text{Equação (3.12)}$$

Os componentes indicam as taxas de variação da oferta de moeda, da velocidade, do produto e dos preços, respectivamente. A inflação é medida pela diferença entre o crescimento da liquidez macroeconômica e o crescimento do produto:

$$\pi = g_{ML} - g_Q \quad \text{Equação (3.13)}$$

Uma extensão dos componentes da equação (3.13) dá a seguinte equação:

$$\pi = (g_{MB} + g_{m_b} + g_V) - (g_{Q_n} + g_{Q_c}) \quad \text{Equação (3.14)}$$

Na equação (3.14), a taxa de inflação é medida pela soma do crescimento da base monetária, multiplicador bancário e velocidade da moeda subtraída pela soma do crescimento do produto natural e do produto cíclico. Um rearranjo dos fatores para alcançar estabilidade de preços a uma taxa de inflação de 0% ($\pi=0$) exige a seguinte condição:

$$(g_{MB} + g_{m_b} + g_V) = (g_{Q_n} + g_{Q_c}) \quad \text{Equação (3.15)}$$

Da mesma maneira, uma estabilidade de preços com taxa de inflação positiva ($\pi>0$), conforme o sistema de metas de inflação, exige crescimento da liquidez macroeconômica acima do produto.

A curva de liquidez macroeconômica experimenta movimentos ao longo da curva e deslocamentos da curva. Os movimentos ao longo da curva acomodam expansões ou retrações da produção natural sem qualquer alteração da oferta de liquidez. A saída do ponto A para o B na figura 3.3, por exemplo, denota crescimento econômico por progresso tecnológico, acompanhado de queda de preços.

Movimentos da curva ML, como do ponto A para C ou B para C na figura 3.3, significam expansões ou contrações monetárias. A criação de moeda para acomodar a taxa de juros a um patamar mais baixo desloca a curva ML para a direita. Da

mesma maneira, contração da oferta monetária como política restritiva, associada a elevação dos juros, significa deslocamento da curva para a esquerda.

Com relação a políticas fiscais, o modelo as interpreta também como deslocamentos da curva ML. Uma política de aumentos dos gastos públicos que não é seguida por uma correspondente elevação dos impostos aumenta a necessidade de financiamento do setor público, o que implica em lançamento de títulos no mercado primário. O funcionamento desse mercado consiste em bancos privados comprando títulos a partir da criação de moeda. Assim, política fiscal expansionista é tratada no modelo GSMS como movimentos da curva ML para a direita.

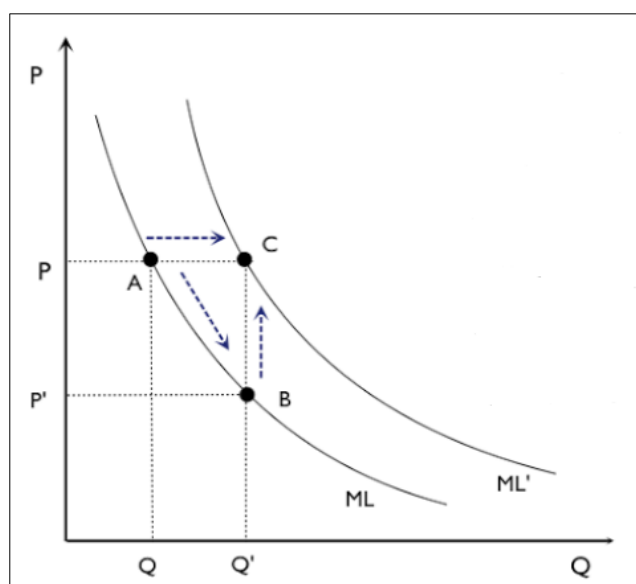


Figura 3.3: Curva ML. Fonte: MUELLER, 2014a: 16.

Do lado real da economia, o modelo distingue entre o produto natural e o produto cíclico. A taxa de desemprego é inversa à expansão econômica, isto é, ao crescimento do produto cíclico. O crescimento do produto natural, por sua vez, se dá com estabilidade do nível de emprego ou o emprego em seu nível natural. Em outras palavras, a taxa de desemprego corrente (u_t) é função da produção cíclica, enquanto a taxa de desemprego natural (u_n) coincide com a produção natural (MUELLER, 2014a).

Assim, a renda nacional nominal (Y) é dada pelo produto entre a produção real (Q) e nível de preços (P). Na sua versão dinâmica, a taxa de crescimento da renda nominal é dada pela seguinte equação:

$$g_Y = g_Q + \pi = g_{Q_n} + g_{Q_c} + \pi \quad \text{Equação (3.16)}$$

A versão dinâmica do modelo chama a atenção para que a análise econômica tome em consideração o comportamento de diferentes variáveis. O crescimento da renda nominal, por exemplo, pode ser puxado tanto pelo produto real quanto pelos preços. Da mesma maneira, uma expansão do produto pode ser mera situação conjuntural e não necessariamente um crescimento da capacidade produtiva.

O modelo é utilizado para o estudo do crescimento econômico sustentável, induzido pelo aumento da poupança ou da produtividade, e insustentável, que surge como ciclos econômicos provocados por manipulações monetárias.

O crescimento econômico induzido pelo aumento da produtividade eleva a capacidade produtiva devido a melhoras quantitativas ou qualitativas dos fatores de produção. No modelo, tal forma de crescimento move as fronteiras natural e cíclica de produção para a direita. Esse movimento se faz possível com aumento da produção e queda do nível de preços, conforme mostrado na figura 3.4 pelo movimento de A para B. A queda do nível de preços é bondosa, pois vem acompanhada de aumento da produção e do poder de compra (MUELLER, 2014a).

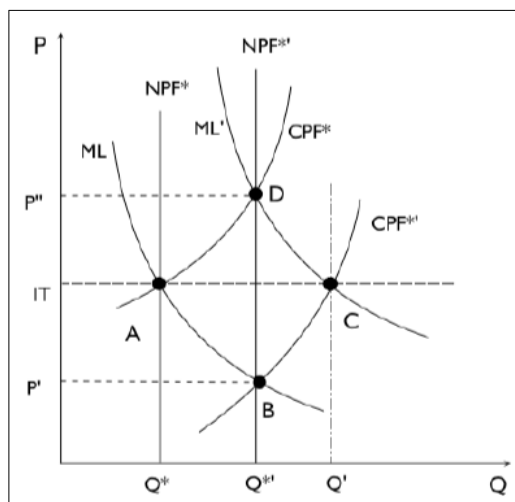


Figura 3.4: Ciclo econômico no modelo GSMS. Fonte: MUELLER, 2014a: 8.

O modelo também mostra formas insustentáveis de crescimento, como o movimento de B para C na figura 3.4. Por exemplo, políticas de expansão do crédito aumentam a quantidade de moeda e escondem a escassez de recursos. O aumento da liquidez desloca a curva ML para cima, ao longo da CPF. A economia, porém, não pode produzir por muito tempo acima do seu nível natural, de maneira que as pressões inflacionárias deslocarão a FCP para a esquerda, ao longo da nova curva LM. O resultado, então, seria apenas um aumento do nível de preços.

4. Metas de inflação e economia aberta

Este capítulo aborda dois aspectos complementares para que a análise da economia brasileira seja feita. Na primeira seção, aborda-se o sistema de metas de inflação, apontando seu funcionamento e críticas. Na segunda seção, expande-se a análise para uma economia aberta, considerando suas consequências para os ciclos econômicos.

4.1. Implicações do sistema de metas de inflação

O sistema de metas de inflação foi estabelecido no Brasil em 1999 como diretriz para a política monetária. As metas e respectivos intervalos de tolerância são fixados pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) a partir de proposta do ministro da Fazenda. Cabe ao Banco Central do Brasil (Bacen) as políticas para cumprimento das metas e, caso não as atinja, deve o presidente do Bacen enviar uma carta aberta ao ministro da Fazenda justificando o descumprimento⁶.

Assim, o regime de metas para a inflação é uma regra monetária que visa manter o nível de preços dentro de um intervalo previamente estipulado. O objetivo é coordenar as expectativas inflacionárias dos agentes e evitar o desvio do produto de seu nível natural. O raciocínio teórico por trás dessa regra pode ser entendido pela seguinte equação:

$$\pi_t = \pi_{t-1} - \alpha \cdot (u_t - u_n) \quad \text{Equação (4.1)}$$

Na equação (4.1), a inflação atual é igual à inflação passada menos o desvio da taxa de desemprego em relação à taxa natural de desemprego. Caso o banco central atinja a meta de inflação π^* em cada período, tem-se:

$$\pi^* = \pi^* - \alpha \cdot (u_t - u_n) \quad \text{Equação (4.2)}$$

Neste caso, a taxa de desemprego seria sempre igual à taxa natural de desemprego, o que significa que o produto seria sempre igual ao seu nível natural.

Para atingir a meta de inflação, os bancos centrais recorrem à equação conhecida como regra de Taylor. Essa regra substitui a regra monetarista de controle da quantidade de moeda, por se entender que os gastos são afetados pela taxa de

6 Decreto Nº 3.088 de 21 de junho de 1999. Brasília. Disponível em:
<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/D3088.htm>.

juros. O BC escolhe a taxa nominal de juros através da equação (4.3). Para chegar a essa taxa, o BC pratica operações de *open market*, comprando e vendendo títulos. Assim, os agregados monetários não têm papel algum nesse arranjo.

$$i_t = i^* + a \cdot (\pi_t - \pi^*) - b \cdot (u_t - u_n) \quad \text{Equação (4.3)}$$

Desenvolvimentos posteriores da regra de Taylor foram feitos para incluir, por exemplo, a taxa de inflação futura esperada ou a utilização da capacidade. A dinâmica dos juros é a seguinte: caso a taxa de inflação esteja acima da meta, o BC eleva a taxa nominal de juros i_t acima da meta da taxa nominal dos juros i^* , o que causa aumento do desemprego e redução da inflação. O raciocínio oposto vale caso a inflação esteja abaixo da meta. Os valores dos coeficientes a e b refletem a preocupação do banco central com desvios da inflação e do desemprego, respectivamente. Quanto maior for a , por exemplo, maior a variação dos juros para trazer a inflação de volta à meta.

A taxa de desemprego natural pode ser considerada como a NAIRU (*non-accelerating inflation rate of unemployment* – taxa de desemprego não aceleradora da inflação). Assim, como implicações para a política monetária, a taxa de desemprego deve ser mantida acima da NAIRU para reduzir a inflação. Se a NAIRU for maior que a taxa de desemprego, espera-se uma aceleração da inflação (PALMA e FERREIRA, 2017).

A partir dessa breve exposição do sistema de metas de inflação, analisam-se as consequências desse arranjo para a escola austríaca no modelo GSMS. O modelo austríaco dos ciclos econômicos distingue entre dois tipos de deflação: bondosa e maldosa. A deflação bondosa é resultado de ganhos de produtividade, que permite produzir mais utilizando a mesma quantidade de insumos. Considerando a oferta monetária inalterada, há queda do nível de preços. Isso significa que o poder de compra da moeda aumenta, assim como os salários reais. Esse tipo de deflação ocorre de maneira gradual, durante um longo período, de maneira que os agentes econômicos possam ajustar suas expectativas e que a taxa de juros de mercado corresponda à taxa natural (MUELLER, 2018a).

Uma deflação maldosa, por outro lado, é resultado do colapso dos mercados financeiros. Quando ocorre uma contração abrupta da oferta monetária, não há tempo para que contratos sejam ajustados. Ao considerar contratos longos com

taxas de juros fixas, uma deflação leva a taxas de juros reais muito altas, o que impossibilita que muitos dos contratos sejam honrados. Assim, projetos de investimento em andamento deixam de ser lucrativos, ao passo que novos investimentos são abandonados.

Dada a rigidez de contratos, uma queda do nível de preços, no contexto de uma contração monetária, favorece credores e desfavorece devedores. A lógica por trás desse processo está no fim da liquidez. A demanda por bens encolhe rapidamente, os produtos sofrem quedas contínuas de preços e há redução das margens de lucro. Esse processo vem acompanhado de falência de empresas e aumento do desemprego.

Com o foco voltado para a inflação, a autoridade monetária ignora a expansão do crédito e, principalmente, da quantidade de moeda. Além disso, o sistema de metas de inflação desconsidera os ganhos de produtividade. Quando o crescimento econômico se dá de maneira sustentável, os ganhos de produtividade fazem com que o nível de preços seja menor. Essa queda de preços está associada ao conceito de deflação benigna. Contudo, uma vez que o banco central deve manter a inflação dentro de um intervalo estipulado, queda do nível de preços significa que a taxa nominal de juros deve diminuir para que o nível de preços suba novamente.

O modelo GSMS ajuda a esclarecer o que ocorre com uma economia que segue o sistema de metas de inflação. O aumento da produtividade, por exemplo devido a avanços tecnológicos, torna possível produzir a mesma quantidade de bens que antes utilizando menos insumos ou aumentar o produto usando a mesma quantidade de insumos. Na figura 4.1, isso se dá pelo movimento do ponto A para B.

Quando isso ocorre no contexto de um sistema de metas para a inflação, o banco central intervém no mercado de títulos para diminuir a taxa de juros de curto prazo, aumentando a quantidade de liquidez macroeconômica e levando o nível de preços de volta ao valor predefinido. Esse comportamento expansionista da política monetária leva a economia a produzir ainda mais, o que é representado pelo movimento do ponto B para o C na figura 4.1.

O crescimento econômico com aumento da produtividade move a fronteira natural de produção para a direita, ao longo da curva de liquidez macroeconômica. Com a expansão monetária para manter a inflação na meta, a autoridade monetária

eleva a curva de liquidez macroeconômica ao longo da fronteira cíclica de produção. Isso significa maior uso da capacidade instalada, de maneira que a escassez de recursos levará a uma aceleração do nível de preços.

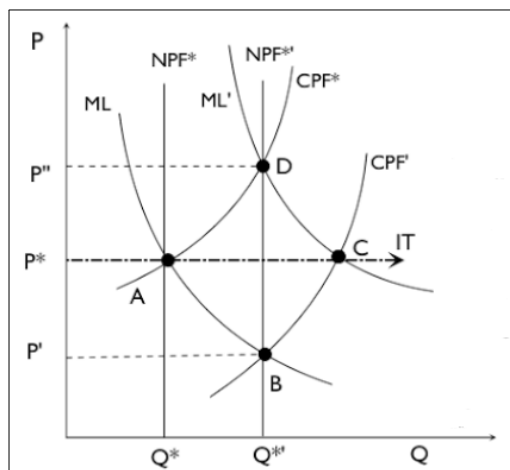


Figura 4.1: Metas para a inflação no modelo GSMS. Fonte: MUELLER, 2014a: 21.

Na figura 4.1, a meta da taxa de inflação é P^* . Crescimento econômico induzido por aumento da produtividade leva a uma queda do nível de preços para P' . Esse valor alerta a autoridade monetária para que altere a liquidez macroeconômica e mantenha a inflação na trajetória da meta, indicada no modelo por IT (*inflation target* – meta da inflação).

Contudo, com o aumento da quantidade de moeda, a economia cria um novo ciclo econômico. A queda da taxa de juros para manter a inflação no nível estipulado como meta a leva para um patamar inferior à taxa natural, dando início a uma série de investimentos que até então não eram rentáveis conforme o processo descrito pela teoria austríaca dos ciclos.

Há críticas ao sistema de metas de inflação também por parte de economistas pós-keynesianos. Partindo do pressuposto de que a moeda não é neutra, isto é, a interação entre os lados financeiro e real determina as variáveis econômicas, tem-se que o compromisso do banco central em fazer convergir a inflação para uma meta deprime a eficiência marginal do capital (PELICIONI e RESENDE, 2009).

Esse processo se dá pela mudança nas expectativas dos agentes. Se a inflação medida se encontra acima da meta estipulada, há expectativas de uma política monetária contracionista e aumento dos juros. Tanto a depreciação das expectativas quanto o aumento dos juros desestimula os investimentos e afeta o crescimento econômico (PELICIONI e RESENDE, 2009).

4.2. Breve comentário sobre economias abertas

Um último aspecto teórico importante para a análise da economia brasileira no período proposto é o setor externo. Para tanto, este trabalho recorre à teoria *mainstream* de economia aberta, como descrita por Blanchard (2007), contando com *insights* de autores da tradição austríaca.

A teoria mainstream de uma economia aberta supõe o seguinte equilíbrio no mercado de bens:

$$Y = C(Y - T) + I(Y, r) + G - M(Y, e) + X(Y^*, e) \quad \text{Equação (4.4)}$$

O equilíbrio no mercado de bens exige que o produto Y seja igual à demanda agregada. Os componentes da equação são consumo, investimento, gastos do governo, importações e exportações. O consumo C depende positivamente da renda disponível, isto é, do produto Y menos os impostos T . O investimento I depende positivamente do produto e negativamente da taxa de juros r . Os gastos do governo G são tomados como dados. As importações M dependem positivamente do produto e negativamente da taxa de câmbio e . Por fim, as exportações X dependem positivamente do produto estrangeiro Y^* e da taxa de câmbio.

Ao tomarmos exportações e importações conjuntamente, tem-se exportações líquidas NX , que dependem positivamente do produto estrangeiro e da taxa de câmbio, uma vez que ambos aumentam as exportações, e negativamente do produto doméstico, porque este aumenta as importações.

$$NX(Y, Y^*, e) = X(Y^*, e) - M(Y, e) \quad \text{Equação (4.5)}$$

Quando um país exporta mais do que importa, tem-se um *superávit* comercial. Quando as importações excedem as exportações, o país incorre em *déficit* comercial.

A taxa real de câmbio e é dada pela taxa nominal de câmbio E multiplicada pelo nível de preços doméstico P e dividida pelo nível de preços estrangeiro P^* :

$$e = \frac{P}{P^*} \times E \quad \text{Equação (4.6)}$$

Assim, uma aceleração da inflação doméstica deprecia o câmbio real, enquanto a inflação estrangeira aprecia o câmbio real. No primeiro caso, há aumento das exportações líquidas e, no segundo caso, há queda das exportações líquidas.

No mercado financeiro, por sua vez, dentro do arcabouço do modelo IS-LM, surge em uma economia aberta uma nova escolha além de moeda e títulos, qual seja, títulos domésticos e títulos estrangeiros. Seu equilíbrio exige que a oferta real de moeda M/P seja igual à demanda por moeda $L(Y, i^*)$:

$$\frac{M}{P} = L(Y, i^*) \quad \text{Equação (4.7)}$$

A escolha entre títulos domésticos e estrangeiros é feita visando a taxa de retorno esperada mais alta. Para que haja equilíbrio, os retornos esperados devem ser iguais. Assim, tem-se a condição da paridade de juros:

$$(1+i_t) = (1+i_t^*) \times \left(\frac{E_t}{E_{t+1}^e} \right) \quad \text{Equação (4.8)}$$

A condição da paridade de juros implica uma relação de arbitragem, em que i_t é a taxa de juros interna, i_t^* é a taxa de juros externa, E_t é a taxa de câmbio atual e E_{t+1}^e é a taxa de câmbio futura esperada.

Antes de prosseguir, faz-se importante esclarecer que a taxa nominal de juros i é igual à taxa real de juros r somada à inflação esperada π^e . Ao supormos que a inflação esperada é igual a zero, tem-se que a taxa nominal de juros é igual à taxa real de juros. Essa suposição simplifica a exposição proposta sem perder de vista seus aspectos essenciais.

$$i = r + \pi^e \quad \text{Equação (4.9)}$$

Dessa maneira, a condição da paridade de juros garante que o retorno em moeda nacional dos títulos domésticos é igual ao retorno esperado em moeda nacional dos títulos estrangeiros.

Ao reescrevermos a equação da paridade de juros eliminando os índices temporais, temos que a taxa de câmbio atual depende da taxa de juros interna, da taxa de juros externa e da taxa de câmbio futura esperada:

$$E = \frac{(1+i)}{(1+i^*)} \times E^e \quad \text{Equação (4.10)}$$

Assim, a taxa de câmbio se aprecia quando a taxa de câmbio futura esperada aumenta ou quando a taxa de juros interna aumenta. Por outro lado, a taxa de câmbio deprecia quando a taxa de câmbio futura esperada é menor ou quando a taxa de juros externa aumenta. Alguns exemplos ajudam a esclarecer essa dinâmica.

Suponha que a taxa de câmbio brasileira seja 100, a taxa de juros paga pelos títulos brasileiros seja 7%, a taxa de juros paga pelos títulos americanos seja também 7% e que a taxa de câmbio futura esperada seja 100. Nessas condições, a condição da paridade de juros é satisfeita. Suponha agora que a taxa de juros dos títulos americanos caia para 4%. Considerando que as outras variáveis não mudaram, a taxa de câmbio atual deve se apreciar para aproximadamente 103, de maneira a manter a condição de paridade dos juros.

A lógica por trás desse cálculo está na comparação que os agentes fazem entre os títulos domésticos e estrangeiros. A queda na taxa de juros paga pelos títulos americanos faz com que os títulos brasileiros tenham retornos maiores e fiquem mais atraentes aos investidores no mercado internacional. A saída de capitais dos EUA para o Brasil aprecia a moeda doméstica até que a condição de paridade de juros seja novamente satisfeita.

Retomando o modelo IS-LM, agora em uma economia aberta, variações na taxa de juros passam a ter dois efeitos no lado do mercado de bens. O primeiro deles é direto, sobre o investimento, da mesma maneira que ocorria em uma economia fechada. Por exemplo, diminuição da taxa de juros aumenta o investimento, a demanda por bens domésticos e, conseqüentemente, o produto. O segundo efeito se dá através da taxa de câmbio e, por isso, é indireto. Assim, uma queda na taxa de juros provoca saída de capitais e deprecia o câmbio. O câmbio desvalorizado estimula as exportações líquidas, o que aumenta a demanda por bens domésticos e o produto.

O lado monetário do modelo não é alterado em uma economia aberta. Por exemplo, um aumento do produto eleva a demanda por moeda e, dada a sua oferta, aumenta a taxa de juros. No mercado de câmbio, tem-se que o aumento dos juros aprecia a moeda doméstica. Portanto, a taxa de câmbio de equilíbrio depende do equilíbrio das curvas do modelo IS-LM, que dá o produto e a taxa de juros de equilíbrio, além da taxa de juros externa e da taxa de câmbio futura esperada.

Tendo completado a exposição do modelo IS-LM para uma economia aberta, voltamos nossa análise para os efeitos de políticas fiscal e monetária. No caso da política fiscal, os gastos do governo deslocam a curva IS e alteram as taxas de juros

e câmbio. No caso da política monetária, alterações na oferta de moeda deslocam a curva LM, o que também muda as taxas de juros e de câmbio.

Em uma política fiscal expansionista, por exemplo, o aumento dos gastos governamentais não financiados por elevação de impostos, o que implica em *déficit* orçamentário, eleva o produto e aumenta a taxa de juros. Devido ao retorno mais atrativo para investidores internacionais, a taxa de câmbio é apreciada. O aumento da renda faz com que o consumo seja maior. O investimento, por sua vez, é estimulado pelo aumento da renda, mas é também desestimulado devido à elevação dos juros, de maneira que seu comportamento é ambíguo. Tanto o aumento da renda quanto a apreciação da moeda doméstica estimulam as importações, o que diminui as exportações líquidas. Assim, o *déficit* orçamentário deteriora a balança comercial.

Por outro lado, uma política monetária expansionista aumenta o estoque de moeda e leva a uma diminuição da taxa de juros. Com retornos menos atrativos, há saída de capitais e a taxa de câmbio sofre depreciação. A depreciação da moeda estimula as exportações e favorece a balança comercial. Além disso, a taxa de juros mais baixa favorece os investimentos e o consumo, o que eleva a demanda por moeda e o produto.

Contudo, o modelo IS-LM sofre de limitações e trata apenas superficialmente as consequências de políticas econômicas. No primeiro exemplo, de expansão dos gastos do governo sem aumento equivalente de impostos, pode-se supor que o *déficit* orçamentário é corrigido com expansão da oferta monetária, pelo chamado “imposto inflacionário”. Dessa maneira, haveria um deslocamento da curva LM, diminuindo a taxa de juros e elevando o produto. Por fim, a queda da taxa de juros conteria a apreciação da taxa de câmbio. A partir dessa suposição, tanto a expansão fiscal quanto a expansão monetária causariam aumento na quantidade de moeda.

Porém, o modelo IS-LM clássico⁷ ignora os efeitos que alterações na taxa de juros exercem sobre o nível de preços. No primeiro momento, o aumento na quantidade de moeda aquece a atividade econômica na medida em que estimula o consumo, os investimentos e as exportações. Conforme discutido na exposição da

7 Conforme exposição feita na seção 2.1 do capítulo 2.

teoria dos ciclos econômicos, esse aquecimento artificial da economia é eventualmente revertido, dando origem a uma desaceleração da atividade.

Portanto, para tratar os ciclos econômicos em economias abertas, Cachanosky (2014) sugere um elo entre a teoria austríaca e a teoria *mainstream*. A interação entre as políticas monetária e cambial de diferentes países implica que o *boom* pode durar mais tempo em um contexto internacional.

A teoria austríaca dos ciclos econômicos desenvolvida por Mises e Hayek trata de uma economia fechada, no contexto do padrão-ouro, que era o regime monetário à época em que estes autores escreveram suas primeiras contribuições. Sob este regime, uma política expansionista resultaria em drenagem das reservas do país, o que funcionaria como um mecanismo de correção (MISES, 2010). Um sistema internacional de moeda fiduciária dá ao banco central mais espaço para políticas monetárias expansionistas, considerando que outros bancos centrais estejam dispostos a aceitar novas reservas.

Para analisar esse efeito, tome-se como exemplo que o Banco Central dos EUA pratica política monetária expansionista. Assim, o Bacen tem duas opções: permitir que sua taxa de câmbio se aprecie ou reproduzir a mesma política expansionista para impedir tal apreciação.

Caso o Bacen decida evitar a volatilidade cambial e desvalorize sua moeda, ou apenas intervenha no mercado cambial para desacelerar a valorização, as exportações do Brasil aumentam. Isso resulta em um incentivo para realocar recursos da produção de bens não comercializáveis para a produção de bens comercializáveis. Por outro lado, caso o Bacen decida deixar o câmbio flutuar, sua moeda se valorizaria frente ao dólar. Com isso, as importações se tornariam mais baratas e aumentariam, incentivando a realocação de capital do setor produtor de bens comercializáveis para o setor de não comercializáveis (CACHANOSKY, 2014).

Considerar economias abertas possui implicações sobre os ciclos econômicos, uma vez que fatores de produção são importados e exportados. Com isso, a duração do *boom* pode ser prolongada. Conforme a teoria dos ciclos, quando a escassez de recursos se torna uma restrição, o aumento do nível de preços sinaliza ao banco central que a taxa de juros deve ser aumentada. No caso das economias abertas, os bens de produção comercializáveis dependem também da oferta

internacional. A produção de bens não comercializáveis pode ser estendida se seus fatores de produção forem importados. Enquanto os recursos requeridos para alongar a estrutura de capital puderem ser importados, a restrição de recursos que sinaliza o fim de um *boom* será adiada (CACHANOSKY, 2014).

Além disso, caso o ciclo político seja mais sensível a indicadores domésticos, o mandato das instituições políticas sobre o banco central pode ser conflitante com os efeitos internacionais da política monetária. Por exemplo, seguir a inflação doméstica pode ser enganoso se os efeitos de uma política monetária frouxa não se refletem nos indicadores domésticos. Enquanto os indicadores econômicos não se movem tão rápido quanto a compensação internacional de reservas e a autoridade monetária não reage antecipadamente ou erra o diagnóstico do comportamento destes indicadores, a política monetária pode durar mais tempo do que no caso do padrão ouro clássico (CACHANOSKY, 2014).

Com a desvalorização cambial, há um aumento da demanda externa por bens domésticos. Logo, há um aumento da demanda total pelos produtos internos, o que pressiona seus preços. No caso de uma apreciação, a oferta de bens aos consumidores domésticos aumenta, de maneira que os preços dos bens internos é pressionado para baixo. O câmbio apreciado funciona, então, como uma âncora para o nível de preços.

Com relação às supostas vantagens da desvalorização cambial preconizada pelo modelo exposto, aqueles que a defendem acabam por ignorar seus efeitos de longo prazo. Uma depreciação da moeda significa que os preços dos produtos domésticos ficam mais baratos para os consumidores estrangeiros, de maneira que as exportações aumentam. Na mesma medida, os produtos estrangeiros se tornam mais caros para os consumidores internos, o que diminui as importações. O aumento das exportações líquidas, conforme a equação (4.4), leva ao crescimento do produto interno.

As vantagens no comércio exterior se devem ao fato de que o ajuste de preços e salários domésticos à desvalorização cambial requer tempo. Enquanto isso, exportações aumentam e importações diminuem. O resultado posterior é a diminuição dos salários reais, por um lado, e favorecimento de devedores em detrimento de credores em contratos de longo prazo, por outro lado (MISES, 2010).

Outra questão relevante da análise de economias abertas relacionado ao resultado da balança comercial é o debate sobre investimento e poupança. Para tanto, Blanchard (2007) propõe o seguinte raciocínio. A poupança privada é dada pela renda menos o consumo e os impostos:

$$S_p = Y - C - T \quad \text{Equação (4.11)}$$

A poupança pública, por sua vez, é dada pelos impostos menos os gastos públicos:

$$S_g = T - G \quad \text{Equação (4.12)}$$

Rearranjando a equação (4.4)⁸, chegamos à equação abaixo, em que as exportações líquidas são iguais a poupança nacional (privada mais pública) menos os investimentos:

$$NX = S_p + T - G - I \quad \text{Equação (4.13)}$$

Essa equação diz que exportações líquidas positivas, *superávit* comercial, correspondem a excesso de poupança, enquanto exportações líquidas negativas, *déficit* comercial, correspondem a excesso de investimento.

Adicionando transações correntes e conta capital à discussão, um *superávit* comercial acarreta em empréstimos líquidos do país para o restante do mundo. Já um *déficit* comercial implica em empréstimos líquidos tomados pelo país.

Assim, quando há aumento dos investimentos, o país deve aumentar sua poupança privada ou pública ou incorrerá em uma deterioração da balança comercial. Com relação ao resultado das contas públicas, um *déficit* orçamentário implicará, *ceteris paribus*, em *déficit* comercial. Contudo, um *déficit* orçamentário pode levar a um aumento da poupança privada ou a uma queda dos investimentos.

As identidades contábeis acima, contudo, não podem indicar relação de causalidade. A análise deve tomar em conta, então, que a mudança de preços relativos, nesse caso uma apreciação da taxa de câmbio real, é o mecanismo pelo qual o *déficit* orçamentário causa insuficiência de poupança nacional (RESENDE, 2009).

8 Ao inserirmos a equação 4.5 na equação 4.4 e isolarmos NX, chegamos a: $NX = Y - C - I - G$. A equação 4.11 pode ser reescrita como: $Y = S + C + T$. Logo, chegamos à equação 4.13.

5. Economia brasileira

O Comitê de Política Monetária (Copom), criado em 1996, é o órgão do Banco Central do Brasil responsável por definir a taxa básica de juros da economia. A partir da adoção do sistema de metas de inflação, o Copom define a taxa Selic visando manter a inflação medida pelo IPCA (índice de preços ao consumidor – amplo) dentro do intervalo estipulado pelo CMN.

Suas reuniões ocorrem em dois dias. No primeiro dia, o comitê assiste a apresentações técnicas sobre evolução e perspectivas das economias brasileira e mundial. No segundo dia, os membros avaliam o cenário macroeconômico, propõem alternativas para a taxa de juros de curto prazo e votam, tendo o presidente o voto de qualidade. A decisão é divulgada por meio de comunicado no mesmo dia, enquanto as atas das reuniões são publicadas cerca de uma semana depois. Até 2006 as reuniões eram mensais e, a partir de então, passaram a somar oito por ano (CABRAL e GUIMARÃES, 2015).

A metodologia das reuniões do Copom consiste em projetar a inflação dentro de um cenário de referência, em que inclui hipóteses sobre a taxa de juros e a taxa de câmbio em todo o horizonte relevante para a política. A partir deste cenário, projeta-se a inflação para aquele ano e o seguinte, informando se a projeção está acima ou abaixo da meta estipulada pelo CMN.

Além das projeções feitas pelo próprio Copom, considera-se o cenário de mercado, construído a partir das trajetórias de câmbio e de juros apuradas pelo Gerin (Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais) e divulgados pela pesquisa Focus. As projeções dentro deste cenário de mercado são feitas em pesquisa junto a analistas no período imediatamente anterior à reunião do Copom, que informa se estão acima ou abaixo da meta.

A taxa Selic é a taxa de juros que os bancos cobram entre si por empréstimos no mercado interbancário, em negociações registradas no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic). O Bacen define a porcentagem dos depósitos dos bancos que deve ser reservada, chamada reservas compulsórias. Ao final de cada dia, os bancos recorrem a este mercado para manter o volume de dinheiro determinado pela autoridade monetária.

O mecanismo de operações de mercado aberto (*open market*) é a maneira pela qual o Bacen age para levar a taxa de juros à meta estipulada pelo Copom. Quando o Bacen cria moeda para comprar títulos em posse de bancos, as reservas bancárias aumentam e a taxa de juros cobrada entre os bancos tende a cair. Devido ao aumento das reservas, os bancos não precisariam recorrer ao mercado interbancário, o que diminui o preço dos empréstimos.

Logo, alterações na taxa Selic não significam, *pari passu*, expansão ou contração da oferta monetária. Em um cenário de expansão do crédito, os bancos demandam recursos no mercado interbancário para manter as reservas no nível estabelecido, o que causa pressões sobre a taxa Selic. A injeção lenta de moeda pelo Banco Central para acomodar parte da demanda por reservas pode levar a taxa básica de juros a subir sem que a expansão monetária seja interrompida. Em outras palavras, um aumento da taxa Selic não significa uma política anti-inflacionária.

Em um cenário oposto, quando os bancos comerciais reduzem a oferta de crédito e, conseqüentemente, a demanda por recursos no mercado interbancário, a taxa Selic pode ser reduzida sem que isso redunde em uma política monetária expansionista. Logo, uma queda da Selic não é necessariamente acompanhada de uma política expansionista.

A expansão monetária, por outro lado, é levada a cabo pelo sistema bancário, e não pelo Banco Central, por meio de empréstimos a famílias e empresas e pela compra de títulos do Tesouro Nacional para financiar a dívida pública. Se, historicamente, “o pai da expansão do crédito foi o banqueiro e não a autoridade monetária” (MISES, 2010: 897), hoje o funcionamento do sistema bancário é liderado pela autoridade monetária. Os bancos privados são essenciais para que as aspirações de políticas monetárias sejam bem-sucedidas.

Além da taxa Selic, outra referência no mercado de crédito brasileiro é a taxa de juros de longo prazo (TJLP). A TJLP foi criada em meados da década de 1990 para servir como custo básico dos financiamentos concedidos pelo BNDES⁹. Seu cálculo é feito de acordo com dois parâmetros: meta de inflação e prêmio de risco.

9 Lei nº 9.365, de 16 de novembro de 1996. Disponível em:
<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L9365.htm>.

A eficiência da política monetária depende também da confiança da comunidade financeira. Quando a equipe econômica tem credibilidade junto aos empresários e investidores, há confiança no andamento das políticas e alinhamento das expectativas formadas pela autoridade monetária e pelo governo e aquelas formadas pelo restante dos agentes econômicos. Para tanto, a comunicação do Bacen deve ser clara e transparente. Além do comunicado e da ata da reunião do Copom, o Bacen publica trimestralmente o Relatório de Inflação, analisando a evolução econômica e as perspectivas para a inflação.

A transparência na comunicação da autoridade monetária é especialmente importante nos países que implementam o sistema de metas de inflação, tanto para comunicar o valor da meta quanto para apontar os meios para atingi-la (AZEVEDO e PEREIRA, 2018).

O comunicado do Copom é a primeira indicação do próximo passo de política monetária e apresenta em poucos parágrafos uma breve justificativa da decisão tomada. Trata-se de uma fonte valiosa aos participantes de mercado para entender o pensamento corrente da equipe econômica e para a construção de cenários prospectivos. O comunicado é eficaz na informação do futuro da política econômica e influencia toda a curva de juros e o Ibovespa (CABRAL e GUIMARÃES, 2015).

Contudo, há resultados que sugerem que a curva de juros parou de responder a mudanças na linguagem do Copom durante o mandato de Tombini, isto é, a indicativos de política monetária frouxa ou apertada. Isso pode ter ocorrido por dois motivos: por um lado, porque mudanças na comunicação do comitê foram perfeitamente antecipadas pelos participantes do mercado; por outro lado, porque o Bacen havia perdido credibilidade junto ao mercado (CARVALHO, CORDEIRO e VARGAS, 2013).

As atas das reuniões, por sua vez, têm a proposta de serem mais amplas e analíticas que o comunicado, esmiuçando as condições econômicas que levaram o Copom a tomar suas decisões e a construir determinadas estratégias. Cabral e Guimarães (2015) apontam que, geralmente, as atas do Copom não têm impacto sobre os preços de ativos, em função do comunicado, que é divulgado uma semana

antes da ata, antecipar seu conteúdo. Apenas componentes inesperados, como desvios entre conteúdos realizados e esperados das atas, afetam a curva de juros.

Chague et al. (2015), em contraste, mostram evidências de que as atas do Copom têm impacto sobre os preços de ativos, especialmente aqueles com contratos de longo prazo. A publicação das atas reduz a incerteza e a volatilidade das taxas de juros futuras. Atas com tom mais pessimista, por outro lado, aumentam a volatilidade dessas taxas.

Este capítulo faz uma análise da economia brasileira à luz das atas das reuniões do Copom. O objetivo é identificar as justificativas da equipe econômica no andamento da política monetária e sua leitura da evolução econômica do país. Além das atas, o trabalho recorre a discursos oficiais de nomes importantes da política econômica, a uma revisão bibliográfica e à análise de dados e estatísticas.

O capítulo está dividido em quatro seções, de acordo com os três presidentes do país ao longo do período de pesquisa proposto. Assim, a primeira seção aborda o governo Lula entre 2003 e 2010. A segunda seção trata do governo Dilma, entre 2011 e março de 2016, quando foi impedida de continuar no cargo. A terceira seção analisa o governo Temer, que assumiu após o *impeachment* e ficou no cargo até 2018. A quarta e última seção analisa o ciclo econômico brasileiro.

5.1. Governo Lula

No período que antecedeu ao governo Lula, a economia brasileira passou por importantes reformas macroeconômicas. O lançamento do Plano Real em 1994 para combater a hiperinflação foi um dos motivos a levar o então ministro da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso (FHC), à presidência da República. Durante seu primeiro mandato, FHC deu continuidade às reformas do Plano Real. O segundo mandato seguiu o tom de reformas estruturais, com a introdução do tripé macroeconômico (metas de inflação, *superávit* primário e câmbio flutuante) e a criação da Lei de Responsabilidade Fiscal.

O discurso adotado ao longo dessas reformas estruturais era de que a defesa da estabilidade monetária e austeridade fiscal deveria ser mantida por interesse

nacional e não como uma bandeira partidária. Por outro lado, os mercados, tanto doméstico quanto internacional, pareciam ligar o compromisso com essas transformações ao governo FHC e sua equipe econômica (GIAMBIAGI, 2011).

De fato, o discurso de oposição do Partido dos Trabalhadores (PT), liderado por Lula, trazia preocupação aos credores do Brasil. Nomes importantes ligados ao partido, como Maria da Conceição Tavares, Aloísio Mercadante e Guido Mantega, criticavam a suposta submissão do país ao Fundo Monetário Internacional (FMI) e as metas fiscais que deveriam ser geradas, propondo, entre outras coisas, auditorias para as dívidas interna e externa (GIAMBIAGI, 2011).

Contudo, uma vez em meio à disputa eleitoral, o discurso do partido transformou-se, muito em função de dois fatores: a crise na Argentina mostrava os perigos da fuga de capitais externos e a situação cada vez mais sensível da economia brasileira (GIAMBIAGI, 2011). A principal demonstração da mudança de discurso foi a “Carta ao povo brasileiro”, assinada por Lula em junho de 2002. A proposta era levar o país a um novo modelo de desenvolvimento, mas essa transição deveria ser “lúcida e criteriosa”¹⁰. Para transmitir tranquilidade, o então candidato reafirmava o compromisso de combate à inflação e de preservação do *superávit* primário enquanto fosse necessário, além de prometer respeitar os contratos e as obrigações do país.

Portanto, há dois períodos distintos de discursos de Lula e do PT. O primeiro é o período anterior às eleições, onde há um clima maior de disputa. O tom era de crítica à administração de FHC, onde se apontavam diversos erros e fragilidades do modelo adotado. No segundo período, durante e após as eleições, o tom passa a ser de conciliação e continuidade das políticas. Assim, no primeiro momento o objetivo foi, naturalmente, vencer as eleições, enquanto no segundo momento buscava-se governabilidade.

Para conter as tensões macroeconômicas, o governo Lula anunciou uma equipe econômica ortodoxa, alinhada à comunidade financeira. Para o Ministério da Fazenda, foi nomeado Antonio Palocci, ligado às correntes moderadas do PT. Henrique Meirelles assumiu a presidência do Banco Central do Brasil e toda a

10 LULA, Luis Inácio da Silva. Carta ao povo brasileiro. Junho, 2002. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/brasil/ult96u33908.shtml>>. Acesso em: 16/08/2017.

diretoria nomeada por Armínio Fraga, antecessor de Meirelles, fora inicialmente mantida. Entre os diretores, Ilan Goldfajn foi mantido para a diretoria de política econômica. A nova equipe anunciou, então, metas de inflação para 2003 e 2004 mais baixas do que a taxa efetiva observada em 2002, o que indicou aversão à inflação.

Ao assumir o Ministério da Fazenda, Antonio Palocci afirmou comprometimento com o tripé macroeconômico, isto é, com a responsabilidade fiscal, o controle da inflação e o câmbio livre. Palocci se comprometeu em gerar o *superávit* primário que fosse necessário para garantir a sustentabilidade das contas públicas. Seu objetivo era “reduzir o risco Brasil e as taxas de juros de modo a viabilizar a retomada do crescimento”¹¹.

A primeira reunião do Copom em 2003 afirmou comprometimento com a convergência da inflação para a meta e sinalizou continuidade da política monetária praticada pela equipe anterior. O comitê justificou que a forte contração no influxo de capitais foi devida à aversão ao risco internacional e à crise de confiança na evolução da economia brasileira. Essa contração fora respondida com ajuste do *déficit* em conta-corrente e consequente depreciação do câmbio real. Como contrapartida, houve pressão sobre os preços e a inflação acelerou nos últimos meses de 2002 (BCB, 2003a).

O comitê caracterizou a alta inflação como o maior custo herdado da crise de 2002. O motivo da alta dos preços estava na mudança de preços relativos, em que os preços dos itens comercializáveis cresceram acima dos itens não comercializáveis. Tendo isso em vista, o objetivo da política monetária seria limitar os efeitos do choque cambial sobre os preços relativos (BCB, 2003a).

A previsão feita naquela reunião era de que o consumo manteria ritmo moderado de crescimento devido tanto à queda na inadimplência quanto à liberação de saldos do FGTS ao longo de 2003. As exportações seriam outro fator de sustentação da demanda agregada, ainda que com contribuição menor do que em 2002. O comitê também considerou que a inflação recuaria ao longo do ano, mas

11 Discurso de Antonio Palocci na cerimônia de posse do Ministério da Fazenda, em 2 de janeiro de 2003. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u61397.shtml>>.

que sua convergência para a meta dependeria da velocidade desse recuo (BCB, 2003a).

Um dos grandes vilões da crise de 2002 foi a violenta desvalorização do real, em função da saída de capitais estrangeiros do país. Por um lado, a alta do câmbio pressionou os preços internos e acelerou a inflação. A queda do câmbio ao longo de 2003 levou consigo a inflação. Por outro, o câmbio desvalorizado intensificou as exportações e favoreceu a balança comercial. Esse resultado, por sua vez, não se deu por um aumento da produtividade interna, senão por um movimento de barateamento dos produtos brasileiros para o mercado internacional. Com o retorno da taxa de câmbio a níveis mais comportados, as exportações recuaram.

Assim, o recuo da inflação se daria devido à desaceleração da atividade econômica e à taxa de câmbio mais favorável. O esfriamento da economia era consequência do ciclo de elevação da taxa de juros, que deteriorou as condições de crédito e diminuiu a produção industrial. Em relação a economia internacional, a manutenção dos fluxos de capital e um cenário externo menos conturbado contribuiriam para conter a desvalorização cambial.

O comitê entendia que os riscos para conter a inflação ao longo de 2003 estavam associados aos mecanismos inerciais de formação de preços (BCB, 2003b). Por esse motivo, além de dar continuidade ao ciclo de elevação da taxa Selic, o Copom decidiu diversificar os instrumentos e reforçar a política monetária na segunda reunião de 2003 ao elevar a alíquota de reservas compulsórias de 45% para 60%.

Após as duas primeiras reuniões, a meta da taxa Selic deu um salto de 1,5 ponto percentual, para 26,5% a.a., mantendo-se neste nível até o fim do primeiro semestre de 2003. Em agosto de 2003, a alíquota de reversas compulsória cairia novamente para 45%.

A eficácia da política monetária dependeria também de outras ações de política econômica do governo, como a reafirmação da responsabilidade e consistência fiscal e a execução de reformas estruturais. O discurso do Copom era de que a estabilidade de preços é fundamental para o desenvolvimento econômico na medida em que assegura capacidade de planejamento e investimento (BCB, 2003b).

As políticas do primeiro ano da gestão Lula foram muito semelhantes às adotadas por FHC. No plano fiscal, o governo aumentou a meta de *superávit* primário para o período de 2003 a 2006 para 4,25% do PIB, implicando uma série de cortes de gastos públicos. Lula deu continuidade à agenda de reformas do seu antecessor no campo tributário, previdenciário, sindical e trabalhista. O argumento era o mesmo: as reformas estruturais levariam a taxa de juros a um patamar mais baixo, reduziriam o desemprego e equilibrariam as contas públicas (FILGUEIRAS e PINTO, 2004).

No tocante à comunidade financeira internacional, o governo Lula revisou o acordo de FHC com o FMI para, posteriormente, fazer seu próprio acordo. Com isso, o governo mantinha o comprometimento com o gradual declínio da relação dívida/PIB, gerando altos *superávits* primários (FILGUEIRAS e PINTO, 2004).

Assim, até o início de 2004, as ações do governo Lula eram ainda de cautela, mantendo as políticas mais ortodoxas, em linha com o governo FHC e o FMI. O diagnóstico da equipe econômica era de que havia, ainda, vulnerabilidade externa e fragilidade das finanças públicas, e isso exigia firmeza no ajuste. Naquele momento, a gradual melhora dos indicadores indicava sustentabilidade à transição para um modelo de desenvolvimento prometido por Lula (FILGUEIRAS e PINTO, 2004).

Ao analisar o pagamento de juros líquidos, Barbosa-Filho (2018a) observa que, em 2002, a correção monetária respondeu pela maior parcela e o custo de carteira teve impacto negativo. Isso significa que a dívida líquida do governo foi financiada a uma taxa inferior à taxa Selic. O ano de 2003 teve resultado semelhante, na medida em que a Selic esteve acima do custo médio de captação do Tesouro.

A partir de junho de 2003, o Copom iniciou uma política de redução das taxas de juros, que chegaram a 16% a.a. em abril de 2004. A inflação acumulada em 12 meses só retornaria à meta no início de 2004.

O ano de 2003, de maneira geral, foi de forte ajuste econômico. A taxa de juros Selic chegou 26,5% a.a. e o *superávit* primário ficou em 4,3% do PIB, acima da meta de 4,25%. Como resultado, a inflação recuou rapidamente, em meados de 2004 já estava na casa dos 5% a.a.. O ajuste surpreendeu os mercados e a confiança se elevou aos poucos.

No início de 2004, as expectativas para a atividade econômica eram positivas. O risco Brasil saiu de mais de 2.000 pontos em outubro de 2002 e fechou 2003 em torno de 460 pontos (FILGUEIRAS e PINTO, 2004). A política monetária contracionista e o alinhamento com as políticas do governo anterior ajudaram a reduzir a desconfiança dos investidores. Isso permitiu o gradual retorno do capital estrangeiro e a revalorização do câmbio, de modo que a inflação começou a ceder.

O cenário delineado pelo Copom na reunião de janeiro de 2004 era de que a atividade econômica estava em recuperação, o que se observava pelas taxas de crescimento da produção industrial. Dois setores puxavam esse crescimento: o de bens de capital devido ao aumento do investimento e o de bens de consumo duráveis devido ao aumento do crédito. O crescimento dos investimentos é essencial para evitar qualquer desequilíbrio entre oferta e demanda (BCB, 2004a).

Os setores mais dependentes dos rendimentos reais, segundo o comitê, ainda não cresciam significativamente: os de bens de consumo semi e não duráveis. Estes setores se recuperariam por consequência indireta da política monetária, depois que a renda aumentasse nos setores mais sensíveis à política e se disseminasse pelo restante da economia (BCB, 2004a).

O ambiente externo favorável desde meados de 2003 ajudou na recuperação da economia brasileira. A taxa de juros efetiva dos Federal Funds, que é a taxa básica da economia americana, caiu de cerca de 6% no começo de 2001 para 1% em 2004. Conforme discutido no capítulo anterior, uma taxa de juros mais baixa causa saída de capitais e depreciação da moeda. Por outro lado, embora o Copom já tivesse dado início ao ciclo de queda da Selic, a taxa de juros brasileira estava ainda muito alta, o que, aliado ao retorno da confiança, trazia de volta o capital estrangeiro. A apreciação da moeda, então, trouxe efeito positivo para o nível de preços.

A leitura feita pelo Copom no início de 2004, contudo, não era de apreciação do real frente ao dólar, mas de depreciação do dólar em relação às moedas mais relevantes, como o euro e o iene japonês. Este fato e a recuperação da economia mundial causariam efeito de alta nos preços de *commodities*, o que poderia

pressionar os preços brasileiros. Isso, então, exigia cautela na execução da política monetária (BCB, 2004a).

O real valorizado poderia ser um problema para a balança comercial, uma vez que barateia as importações. Porém, o que se observou foi uma sequência de *superávits* comerciais, muito em função da alta no preço das commodities comercializadas pelo Brasil. O apetite chinês foi um dos grandes responsáveis por esse resultado comercial.

Da mesma maneira que a valorização da moeda doméstica era devida à depreciação do dólar, a redução do risco país não se tratava de uma exclusividade da economia brasileira, como observava o Copom. Na realidade, o setor externo apresentava-se extremamente favorável e havia melhora na percepção de risco para a grande maioria dos países emergentes (BCB, 2004b).

Em abril de 2004, o Copom decidia, por unanimidade, reduzir a meta para a taxa Selic para 16,0% a.a.. Essa fora a última redução da Selic no ciclo iniciado em junho de 2003. O comitê projetava baixa persistência para a inflação nos meses seguintes, com baixa intensidade de repasse dos preços do atacado ao varejo (BCB, 2004c).

Nesta reunião, o Copom fez uma importante distinção da dinâmica da política monetária. Em períodos de crise, como a que Lula enfrentou quando assumiu, em que a taxa de juros está muito alta, os decréscimos tendem a ser maiores. Por outro lado, em situações de maior estabilidade macroeconômica, a dinâmica da política tende a ser mais cuidadosa para que a retomada da atividade econômica seja sustentável (BCB, 2004c).

Trata-se, então, de duas situações distintas. Na primeira, o Copom tem como objetivo reaquecer a economia e, por isso, as taxas de juros passam por decréscimos maiores. No segundo caso, com a atividade econômica já em processo de retomada, o Copom diminui a intensidade da política monetária para reduzir a volatilidade das taxas de juros e não provocar pressão sobre os preços.

Essa explicação serviu para evitar que a redução do ritmo da política monetária fosse confundida com uma avaliação negativa do comportamento futuro da inflação. Qualquer leitura do mercado de que o Copom via com pessimismo a situação

macroeconômica poderia desencadear uma onda negativa. O comitê comunicava justamente o oposto ao fazer essa explicação: a moderação no ritmo de redução dos juros era sintoma de normalização macroeconômica.

A taxa efetiva de juros dos Federal Funds passou a subir a partir do segundo semestre de 2004. Essa mudança deixou a equipe econômica brasileira em alerta, ainda que o Copom tivesse antecipado o aumento dos juros americanos. O comitê argumentava que cenários de elevação da taxa básica americana já haviam sido precificados pelos mercados de títulos, o que reduziria impactos sobre as condições de liquidez internacional (BCB, 2004d).

Nesse período, a atividade econômica brasileira continuava a crescer. A renda real mostrava sinais de aumento real, o que sustentaria o incremento da demanda agregada. Conforme discutido, os setores mais sensíveis ao crédito foram os primeiros a se recuperar e, nesse momento, os setores mais dependentes da renda se aceleravam, o que refletia a recuperação do mercado de trabalho.

Por outro lado, o Copom mostrava-se preocupado com a oferta industrial e eventuais desequilíbrios. Conforme a capacidade ociosa se reduz, tem-se uma aproximação do limite posto pelas instalações, o que tende a pressionar os preços. A política monetária, portanto, deveria estar atenta para que o setor produtivo acomodasse a expansão da demanda (BCB, 2004d).

Segundo o Copom, a política monetária funciona de maneira direta e indireta. O impulso direto se dá por meio das condições de crédito, enquanto o indireto envolve a renda e o mercado de trabalho. A série histórica de investimentos possui correlação elevada com a utilização da capacidade instalada e, com maior defasagem, com o risco-Brasil. A análise desses indicadores dava sinais de que os investimentos ainda estavam em expansão, mas o ritmo de retomada do produto era preocupantemente rápido, o que levantava dúvidas sobre o preenchimento do hiato do produto compatível com a convergência da inflação para a meta (BCB, 2004d).

Na realidade, dentro dos cenários desenhados tanto pelo comitê quanto pelo mercado em meados de 2004, as expectativas de inflação estavam acima da meta para 2004 e 2005. Havia a leitura de que parte disso era devida a mecanismos de inércia inflacionária. Contudo, o Copom justificava que a flexibilidade do regime de

metas para a inflação permite que a inércia inflacionária não seja combatida em apenas um ano, senão por medidas de transição mais suave no médio prazo. Outro fator relevante é a defasagem entre a implementação da política monetária e seus efeitos sobre a economia. Assim, em setembro de 2004, dava-se início a um ciclo de elevação da taxa de juros (BCB, 2004d).

No começo de 2005, o Copom já identificava efeitos do ciclo de aumento da taxa de juros. Embora a inflação ainda estivesse acima da meta, suas projeções indicavam queda para o decorrer do ano. Contudo, havia preocupação de que riscos para a inflação de curto prazo afetassem horizontes mais longos (BCB, 2005a). O ciclo de elevação dos juros seguiria até maio de 2005, quando a Selic atingiu 19,75% a.a..

Com relação a atividade econômica, identificava-se uma desaceleração natural após o impulso inicial de retomada, o que seria mais condizente com a expansão da capacidade produtiva. Esse fator é ideal para não causar pressões inflacionárias. O objetivo do comitê era de que o crescimento econômico fosse sustentado pelos setores mais dependentes da renda e não do crédito, o que já era possível de se observar pelo comportamento do mercado de trabalho. O setor externo, por sua vez, continuava a ser fator de contribuição para a expansão da economia brasileira, na medida em que a demanda internacional permanecia aquecida (BCB, 2005a).

A taxa de juros começou a subir acompanhando a elevação dos juros americanos. O Bacen, um ano após o início desse ciclo, percebia que, apesar de juros mais elevados nos EUA, as condições no mercado internacional eram bastante favoráveis. Por um lado, a demanda externa aquecida permitia que o Brasil aumentasse suas exportações. Por outro, as condições de financiamento eram positivas, o que permitia entrada de capitais estrangeiros no país. Assim, a moeda permanecia valorizada e os preços das commodities seguiam em alta, o que era positivo para a balança comercial (BCB, 2005b).

Em setembro de 2005, o Copom deu início a um novo ciclo de redução da taxa de juros. Naquele momento, a leitura era de que a política monetária havia contido pressões inflacionárias e contribuía cada vez mais para a consolidação de um cenário macroeconômico favorável no futuro. Isso se refletia em baixas taxas de

inflação, tanto a passada quanto a projetada pelo Bacen e por analistas do setor privado. Com a convergência da inflação para a trajetória de metas e o cenário de estabilidade duradoura, o Copom projetava redução progressiva da percepção de risco, algo que já havia se iniciado, e, conseqüentemente, taxas reais de juros menores no futuro (BCB, 2005b).

Além da inflação, outros indicadores corroboraram com a decisão do comitê de iniciar este ciclo de queda dos juros. A economia continuava a crescer, impulsionada pelo consumo e pelo investimento privado, o índice de utilização da capacidade instalada estava em alta, assim como o emprego, inclusive formal, e os salários reais. O cenário externo também permanecia favorável, principalmente no tocante ao financiamento para a economia brasileira (BCB, 2005b).

O saldo do primeiro triênio do governo Lula foi de medidas fiscais e monetárias restritivas para combater a depreciação cambial e a aceleração da inflação. O governo aumentou o *superávit* primário, o que implicou corte de gastos do governo, e elevou a taxa real de juros. No primeiro momento, essas medidas reduziram a absorção doméstica, mas a apreciação do câmbio e o crescimento econômica internacional impulsionaram as exportações líquidas e favoreceram a economia brasileira. O ajuste funcionou, mas os resultados foram moderados: crescimento de 3,3% a.a. do PIB e taxa de inflação a 7,5% a.a. (BARBOSA-FILHO, 2018b).

No início de 2006, a economia brasileira continuava a apresentar desempenho positivo, fator ligado a existência de um ambiente de maior previsibilidade macroeconômica. Com relação a política monetária, o Copom dava prosseguimento ao ciclo de queda dos juros, enquanto o país fechava o segundo ano consecutivo de cumprimento da meta de inflação estabelecida pelo CMN.

A expectativa do Copom na reunião de janeiro de 2006 era de que o ciclo de elevação dos juros básicos americanos estivesse próximo de ser concluído. O prêmio de risco-Brasil seguia tendência de queda, o que era interpretado pelo comitê como reflexo da melhora no fundamentos econômicos brasileiros. Esses fundamentos incluíam *superávits* comerciais, *superávits* primários adequados, redução da inflação, recomposição de reservas internacionais e melhora no perfil da

dívida pública. O cenário externo também continuava positivo, embora fosse observada certa volatilidade nos mercados financeiros internacionais (BCB, 2006a).

O ano de 2006 marcou a mudança no ministério da Fazenda e deu um novo rumo ao governo Lula. O então ministro Antonio Palocci foi substituído por Guido Mantega, antigo assessor de Lula por vários anos, ex-Ministro do Planejamento e presidente do BNDES na época da mudança na Fazenda.

No seu discurso de posse, Mantega¹² comunicou sobre a estratégia do governo Lula, materializada no Programa Plurianual (PPA) articulado no primeiro trimestre de 2003 pelo Ministério do Planejamento. As metas macroeconômicas do PPA eram: contas externas sólidas, que não restringissem a política monetária tampouco deixassem o país vulnerável aos fluxos de capitais internacionais; consistência fiscal caracterizada por uma trajetória sustentável da dívida pública; inflação baixa e estável.

As metas a serem atingidas em 2007 incluíam criação de postos de trabalho, aumento da taxa de crescimento, redução da taxa de inflação e expansão do comércio exterior. A leitura de Guido Mantega era de que muitas dessas metas já haviam sido cumpridas em 2006 e de que havia crescimento econômico com aumento da produtividade. Portanto, as expectativas para o andamento da economia brasileira no futuro eram positivas.

A mudança no Ministério da Fazenda representou uma transformação no andamento das políticas econômicas. Com a chegada de Guido Mantega, houve aumento dos gastos públicos e afrouxamento dos *superávits* primários. Fazenda e Banco Central entraram em divergência com relação à condução da política monetária. Meirelles, no Bacen, era mais firme no combate à inflação, enquanto Mantega era mais leniente. Também a partir dessa mudança de ministros, o BNDES ganha substancial importância (GIAMBIAGI, 2011).

A reunião do Copom em abril de 2006, sinalizou maior parcimônia na condução da política monetária. Embora o cenário ainda fosse benigno para a trajetória da inflação e o ciclo de queda dos juros continuasse, o comitê alertava para a

12 Discurso de Guido Mantega na cerimônia de posse do Ministério da Fazenda. Folha de São Paulo. Publicado em 28 de março de 2006. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/folha/brasil/ult96u77080.shtml>>.

defasagem entre a implementação da política e seus efeitos sobre a atividade econômica e sobre a inflação (BCB, 2006b).

Essa parcimônia se justificava pelo fato de que outros indicadores econômicos sinalizavam expansão da atividade econômica. O crescimento do crédito e a expansão da renda, reflexo dos seguidos aumentos do nível de emprego, se somavam aos impulsos fiscais ocorridos em 2005 e esperados para 2006. Assim, a demanda agregada sofria estes impulsos e ainda os impulsos dos cortes de juros, o que criava um cenário expansionista tanto monetário quanto fiscal (BCB, 2006b).

Dessa maneira, encerrava-se o primeiro mandato do governo Lula. Com relação aos juros líquidos, o período foi marcado pela redução da parcela dedicada à correção monetária, que conforme apontado acima foi alta em 2002 e 2003. O motivo para essa redução foi a queda da taxa de inflação e a elevação dos juros reais. Em média, o governo pagou 4,7% do PIB em juros reais e 2,8% do PIB em correção monetária entre 2003 e 2006 (BARBOSA-FILHO, 2018a).

A situação econômica começou a mudar no segundo semestre de 2007, quando teve início a crise financeira internacional. A pior crise econômica desde a década de 1930 afetou as principais economias globais, levando a falência bancos até então tidos como grandes demais para quebrar.

A primeira reunião do Copom a identificar essa crise ocorreu em setembro de 2007. A leitura do comitê era de que uma crise se originara no setor imobiliário americano, causando turbulência nos mercados financeiros internacionais. A economia americana sofria desaceleração e, embora as principais economias europeias e asiáticas ainda apresentassem robustez, o cenário era de possíveis reflexos negativos da crise. A incerteza provocou problemas de liquidez nos mercados interbancários e foi prontamente respondida com elevação da provisão de liquidez dos bancos centrais da Europa e dos Estados Unidos, o que significou reversão da política monetária contracionista americana (BCB, 2007).

A economia brasileira, por sua vez, continuava sólida. Os anos anteriores haviam sido de avanços na solvência externa e redução do risco-Brasil. Embora a expansão da demanda indicasse pressões inflacionárias, a produção doméstica era complementada com investimentos e importações. Assim, o Copom considerava

que, apesar da volatilidade global, as perspectivas de financiamento externo seguiam positivas (BCB, 2007).

Novamente, o comitê se mostrava ciente de que a política fiscal, assim como a monetária, tinha caráter expansionista. A reversão do cenário externo, por outro lado, dava espaço para impulsos monetários adicionais (BCB, 2007). Na reunião de setembro de 2007, portanto, o Copom dava o último passo do ciclo de queda da taxa básica de juros iniciado dois anos antes, em setembro de 2005. A taxa Selic caiu de 19,75% a.a. para 11,25% a.a..

Em abril de 2008, o Copom deu início a um novo ciclo de elevação da taxa de juros face ao agravamento do cenário internacional. O principal motivo foi o forte aumento das projeções de inflação feitas pelo Banco Central e pelo mercado, que estavam acima da meta para 2008 e 2009 (BCB, 2008).

A aceleração da inflação tanto em economias maduras quanto em emergentes se intensificava e sinalizava que havia risco em escala global. O Copom entendia que a desaceleração econômica mundial e o risco generalizado tinha efeito ambíguo na economia brasileira. Por um lado, reduzia as exportações e continha a demanda agregada. Por outro, a desaceleração do mercado financeiro global depreciava o preço de ativos brasileiros (BCB, 2008).

O Copom se mostrava pronto, portanto, para evitar que os avanços obtidos nos anos anteriores fossem revertidos. Para isso, sua estratégia era combater uma eventual trajetória inflacionária volátil o mais prontamente possível. Na visão do Comitê, seria mais fácil enfrentar a inflação nos seus estágios iniciais (BCB, 2008). Então, a taxa Selic iniciou um ciclo de alta e chegaria a 13,75% em setembro de 2008.

No período de 2006 a 2008, o ambiente externo mostrou-se favorável, o que contribuiu para que o governo acumulasse reservas internacionais, como mostra a figura 5.1. Além disso, houve redução dos juros reais em função da aceleração dos preços de *commodities* sobre a taxa de câmbio. A apreciação cambial teve impacto expansionista sobre o investimento e o consumo. A política fiscal também foi expansionista, mas o orçamento manteve-se equilibrado. A arrecadação foi direcionada para transferências de renda e investimentos públicos. O resultado foi

aceleração da taxa de crescimento do PIB para 5,5% a.a. e queda da taxa de inflação para 4,5% a.a. (BARBOSA-FILHO, 2018b).

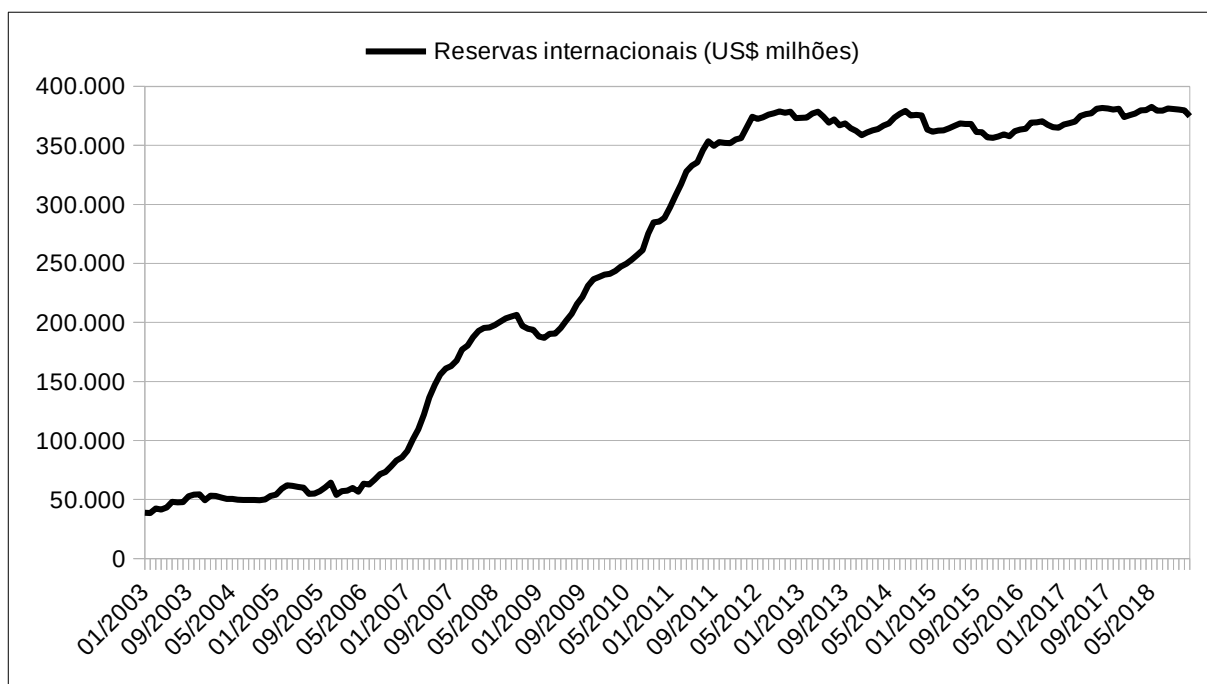


Figura 5.1: Reservas internacionais. Fonte: Bacen.

A economia brasileira sofreu os efeitos da crise financeira internacional, ainda que brevemente. Um dos canais de contágio, que afetou a Bolsa de Valores de São Paulo, foi sobre os capitais de portfólio, dado que muitos participantes estrangeiros participam desse mercado. Outro efeito sobre o mercado doméstico de crédito, particularmente devido à redução das operações de bancos internacionais (PAULA, OREIRO e BASILIO, 2013).

Dado que a crise teve origem externa, os bancos estrangeiros sofreram maiores dificuldades do que os bancos domésticos. Porém, o setor bancário privado, como um todo, mudou a trajetória de expansão de investimentos de longo prazo e tornou-se mais conservador (GOMES, OLIVEIRA e MATIAS, 2017).

Em 2009, o Copom deu início a um ciclo de redução da taxa básica de juros sob o argumento de que a demanda deixara de exercer efeito expansionista e passara a exercer efeito contracionista. O cenário internacional era de progressiva piora nas economias maduras, o que repercutia significativamente sobre os países emergentes, causando volatilidade de suas moedas (BCB, 2009a).

As injeções de liquidez nos sistemas financeiros americano e europeu tentavam assegurar o funcionamento dos mercados, embora a aversão ao risco aumentasse. O resultado, então, era de contínua contração da liquidez internacional, contribuindo para desalavancagem e redução dos preços de ativos (BCB, 2009a).

A leitura do Copom era de que a desaceleração econômica na Europa e na Ásia era devida ao choque negativo de termos de troca causado pela elevação dos preços de *commodities*, mas que este processo já estava sendo revertido. A deterioração cíclica do crédito agravava a contração do sistema financeiro. A economia americana, por sua vez, seguia em recessão desde o final de 2007, com o desenrolar da crise no setor imobiliário e seus efeitos no mercado de trabalho (BCB, 2009a).

Logo após a troca de comando no Ministério da Fazenda, o governo brasileiro iniciou um processo de acúmulo de reservas internacionais. Entre abril de 2006 e setembro de 2008, as reservas internacionais mais que triplicaram, saltando de US\$ 56,5 bilhões para US\$ 206,5 bilhões. Passado o pior da crise financeira internacional, o país voltou a acumular reservas, chegando a US\$ 374,3 bilhões em abril de 2012. Desse período em diante, as reservas internacionais foram mantidas na casa dos US\$ 370 bilhões.

Nos anos de *boom* de preços das *commodities*, o Brasil exportou grande quantidade de produtos, especialmente agrícolas, o que se traduziu em fluxo contínuo de moedas estrangeiras e acúmulo de reservas internacionais no balanço do Bacen. O regime de câmbio flutuante, com o efeito de aumentar a volatilidade, permitiu que o real se valorizasse frente ao dólar americano. Por um lado, a quantidade de reservas internacionais aumentou. Por outro, o preço destes ativos mudou de acordo com as variações cambiais, que se tornaram particularmente voláteis nos anos da crise financeira internacional.

A partir desse processo, o resultado do Bacen passou a ser mais volátil. Uma vez que está sujeito ao regime de competência, em contraste ao regime de caixa, variações nos preços de ativos e passivos impactam o balanço do Bacen sem necessariamente serem realizados, isto é, sem haver negociação (MENDES, 2016).

Mendes (2016) explica que, nessas circunstâncias, uma forte desvalorização do ativo ou forte ampliação do passivo do banco central podem consumir seu patrimônio. No limite, essa fragilidade financeira forçaria a emissão de moeda ou uma capitalização feita pelo Tesouro. Assim, de acordo com as melhores práticas internacionais, aqueles bancos centrais sujeitos a fortes variações patrimoniais devem constituir reservas para cobrir eventuais prejuízos.

Ao final de 2008, porém, o Brasil adotou um caminho inverso. Com a política de acúmulo de reservas internacionais, o governo federal decidiu, por meio da lei 11.803/08¹³, destinar os resultados do Bacen ao Tesouro Nacional. A grande mudança gerada pela lei foi com relação à parte cambial do resultado do Bacen, que se distingue entre aqueles decorrentes da variação do valor das reservas e aqueles das operações de derivativos cambiais, mais precisamente do *swap* cambial.

Por um lado, como os *swaps* geram entradas e saídas efetivas no caixa do Bacen, os regimes de competência e de caixa são semelhantes. Por outro lado, variações cambiais afetam o valor das reservas internacionais sem que elas tenham sido negociadas. Os resultados gerados não são realizados e, portanto, não deveriam ser transferidos ao Tesouro Nacional (MENDES, 2016). Contudo, a lei passou a considerar esses resultados do Bacen, quando positivos, como obrigações com a União, e, quando negativos, como obrigações da União com o Bacen.

Então, o Bacen ficou impedido de criar reservas a partir das oscilações nos lucros e perdas causados pelas variações cambiais, que é justamente a parte mais volátil do seu balanço. Assim, os resultados não realizados que deveriam ser provisionados pelo Bacen passam a ser integralmente transferidos ao Tesouro (MENDES, 2016).

O efeito dessa legislação foi constituir um financiamento implícito do Bacen ao Tesouro Nacional, estimulando a geração de *déficit* público. Consequentemente, há fragilização da restrição orçamentária do governo federal, dando mais espaço para políticas fiscais expansionistas. Além disso, há impactos sobre a autonomia do Bacen para decisões de política monetária (MENDES, 2016).

13 Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/_Ato2007-2010/2008/Lei/L11803.htm>.

Assim, o aumento das reservas internacionais do Bacen no período de expansão monetária pelo Fed aumentou a capacidade do Tesouro de praticar política fiscal. Essa capacidade, contudo, não se deu por um resultado realizado, senão por um resultado apenas contábil. Por não ter havido troca de ativos e os lucros serem estritamente contábeis, a transferência dos lucros se dá por criação de moeda. Se estes recursos são destinados a gastos públicos, tem-se um mecanismo institucional de financiamento inflacionário da política fiscal.

No início de 2009, as expectativas para a inflação em 2009 e 2010 haviam recuado, tanto nas projeções do Bacen quanto nas do mercado, e se encontravam abaixo da meta fixada pelo CMN. Com relação à atividade econômica, a expansão da demanda perdeu fôlego no final de 2008 e as perspectivas eram de deterioração. Um dos efeitos mais relevantes foi o arrefecimento do crédito devido à crise internacional, que também influenciava negativamente a confiança de consumidores e empresários. A economia passaria a depender, então, da expansão da massa salarial real e das transferências governamentais. A leitura era de que o efeito líquido da desaceleração global tinha efeito benigno sobre a inflação brasileira (BCB, 2009b).

Portanto, diversos fatores reduziam as pressões inflacionárias e justificava o início do ciclo de queda da Selic. A demanda passara a exercer influência contracionista sobre a atividade econômica, a desaceleração global gerara pressões baixistas sobre os preços no atacado e as expectativas de inflação mostravam recuo (BCB, 2009b). A Selic foi reduzida, a partir de janeiro de 2009, de 13,75% a.a. para 8,75% a.a., em julho do mesmo ano.

Em 2010, a situação econômica global já apresentava sinais de melhora, na medida em que o Copom enxergava um processo de normalização da atividade nos mercados financeiros internacionais. O cenário projetado era de recuperação macroeconômica global em 2010 e aceleração em 2011 liderada pelos países emergentes, mas com retomada de Estados Unidos, Europa e Japão (BCB, 2010).

Com relação às condições internas, a implementação do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) impactava negativamente nas projeções fiscais do Bacen. As projeções inflacionárias para 2010 e 2011 estavam acima da meta de

4,5%, tanto as do Banco Central quanto as do mercado. Além disso, a leitura era de que a atividade econômica se encontrava em um novo ciclo de expansão, o que exigia cuidados para que oferta e demanda se mantivessem equilibradas (BCB, 2010).

Após um breve período de contração, a demanda se recuperou impulsionada pelo crescimento da renda e pela retomada do crédito. Os incentivos fiscais e creditícios aplicados nos trimestres anteriores também contribuiriam para a expansão da atividade econômica. O Copom deveria, então, agir incisivamente para evitar que os riscos à inflação se concretizassem, dando início a um ciclo de elevação da taxa básica de juros em abril de 2010 (BCB, 2010).

Durante os oito anos do governo Lula, o Banco Central foi conduzido de forma autônoma por Henrique Meirelles, implementando um total de quatro rodadas de elevação nominal dos juros. A taxa de juro real média foi de 11% a.a. no primeiro mandato presidencial de Lula e caiu para 6% a.a. no seu segundo governo. A taxa de câmbio real se apreciou, influenciada pela melhora dos termos de troca e pelos recursos à disposição no mercado internacional (GIAMBIAGI, 2011).

A partir de 2006, observou-se uma elevação do custo da carteira de ativos e passivos do governo. O ponto de inflexão, naquele ano, foi o início do acúmulo de reservas internacionais, que somado aos empréstimos da União ao BNDES, a partir de 2009, contribuiu para essa elevação do custo. Com relação aos juros, a média do pagamento de juros reais foi reduzida para 1,9% do PIB no período entre 2007 e 2010 e a parcela de correção monetária foi de 1,7% do PIB (BARBOSA-FILHO, 2018a).

5.2. Governo Dilma

O capital político acumulado por Lula, muito em função da performance econômica do país ao longo do seu governo, fez com que sua indicada para sucedê-lo na Presidência da República, Dilma Rousseff, fosse eleita. A eleição de Dilma Rousseff para a presidência da República foi envolta de expectativas positivas. Economicamente, esperava-se que a presidente praticasse políticas heterodoxas e que prosseguisse com as conquistas sociais angariadas por seu antecessor.

Inicialmente, o primeiro mandato contou com uma conjuntura favorável, haja vista que o ex-presidente Lula entregara-lhe uma economia relativamente estabilizada, com taxas de inflação aparentemente controladas e um crescimento econômico satisfatório diante do contexto de crise internacional. As alianças políticas feitas por Lula não apenas alavancaram a eleição de Dilma, como lhe garantiram, num primeiro momento, governabilidade.

A equipe econômica de Dilma seria liderada pelo ministro da Fazenda, Guido Mantega, no cargo desde 2006, e pelo novo presidente do Banco Central, Alexandre Tombini. A equipe econômica de Dilma foi tida como heterodoxa e, nesse sentido, representou um afastamento dos anseios do mercado financeiro (CARLEIAL, 2015).

A primeira reunião do Copom presidida por Tombini, em janeiro de 2011, deu continuidade ao ciclo de elevação da taxa básica de juros iniciado em abril do ano anterior. A taxa Selic chegaria a 12,5% a.a. em julho de 2011. A justificativa era de que as projeções do Bacen e do mercado para a inflação de 2011 e 2012 se encontravam acima da meta. Além disso, estímulos fiscais e creditícios contribuíam para a expansão da atividade econômica e causavam pressões inflacionárias (BCB, 2011a).

Naquela reunião, o sinal enviado pelo comitê ao mercado era de comprometimento no combate à inflação. Na visão do Copom, taxas elevadas de inflação aumentam o prêmio de risco para financiamentos, encurtam horizontes de planejamento e reduzem os investimentos e o potencial de crescimento econômico. O regime de metas de inflação estava em processo avançado de amadurecimento, o que se refletia na dinâmica dos juros neutros e potencializava a política monetária.

Observava-se, então, o contínuo cumprimento das metas para a inflação, o recuo das taxas reais de juros e a redução dos prêmios de risco (BCB, 2011a).

No plano fiscal, a geração de *superávits* primários também fazia parte de um ambiente macroeconômico consistente. Segundo o comitê, todos esses fatores contribuíam em duas frentes. Por um lado, aumentaram a eficiência da política monetária no combate a pressões inflacionárias. Por outro lado, determinaram a redução significativa da taxa neutra de juros (BCB, 2011a).

No segundo semestre de 2011, a economia global continuava a sofrer com deterioração progressiva e instabilidade financeira. O cenário construído pelo Bacen foi de deterioração econômica internacional e efeito depressivo sobre a economia brasileira. A expectativa era de que a crise internacional fosse mais persistente do que a observada em 2008, porém menos aguda. Dentro deste cenário, a atividade econômica doméstica desaceleraria e, apesar da depreciação cambial, a inflação sofreria menos pressões. Assim, o cenário internacional, somado aos efeitos da política de elevação dos juros em prática desde 2010, era favorável para a inflação (BCB, 2011b).

Os cenários de referência do Bacen e do mercado projetavam taxas de inflação acima da meta para os anos seguintes, mas o Copom acreditava que a inflação acumulada em doze meses começaria a ceder ainda naquele ano (BCB, 2011b). Com isso, o comitê dava início, em agosto de 2011, a um ciclo de queda da taxa básica de juros.

Do segundo semestre de 2011 até meados de 2012, o Brasil sente o impacto da crise na zona do euro e o governo responde com redução da taxa básica de juros, estímulo do crédito e desoneração de tributos. Entretanto, tais medidas não foram capazes de aquecer a economia como previsto (CAGNIN et al., 2013). Essas medidas, além da desvalorização do câmbio, configuraram o projeto do governo conhecido como Nova Matriz Econômica.

O último passo do ciclo de redução da Selic foi dado em outubro de 2012, quando chegou a 7,25% a.a.. No cenário de referência do Bacen, as projeções de inflação seguiam acima da meta, o que não justificaria uma nova redução dos juros. Por outro lado, incorporava-se neste cenário a estimativa de redução da taxa neutra

de juros identificada nos últimos anos. No ambiente internacional, o processo de desalavancagem seguia causando instabilidade financeira, o que tinha efeito desinflacionário sobre a economia brasileira (BCB, 2012).

O Copom apresentou fatores que reforçavam a visão de que as taxas de juros haviam recuado, em especial a taxa neutra: o aumento da oferta de poupança externa e redução de seu custo de captação, refletido também na redução dos prêmios de risco, desenvolvimentos avaliados pelo comitê como permanentes; os avanços estruturais dos mercados financeiros e de capitais, inclusive o aprofundamento do crédito (BCB, 2012).

As causas para essas mudanças eram o cumprimento das metas de inflação, a geração de *superávits* primários consistentes e a estabilidade macroeconômica no geral. Assim, essas transformações, ainda que revertidas pontualmente em virtude de ciclos econômicos, contribuíam para a apresentação de indicadores sólidos de solvência e liquidez.

Na reunião de outubro de 2012, o Copom ainda comentou dois aspectos da política econômica que de certa maneira fugiam de sua competência. Ao reafirmar a importância da geração de *superávits* primários, o comitê argumentava que a redução da dívida pública tinha efeito positivo sobre o ambiente macroeconômico. Com relação ao crédito, dava-se como oportuna uma moderação das concessões de subsídios por meio de operações de crédito, que vinha em expansão ao longo de anos (BCB, 2012).

A avaliação era de que o consumo das famílias se apresentava robusto devido ao crescimento da renda e expansão do crédito. Esses fatores, somados à política fiscal expansionista e à recuperação da confiança, criavam perspectivas positivas para a retomada dos investimentos. O fator de contenção ficava por conta do cenário internacional, ainda frágil (BCB, 2012).

Paralelo ao andamento da política monetária, o CMN ampliava a gama de financiamentos passíveis de subvenção econômica pela União ao BNDES e ao Finep (Financiadora de Estudos e Projetos). Em resolução publicada em dezembro de 2012¹⁴, o Bacen informava investimentos com financiamentos a taxas de juros

14 Banco Central do Brasil. Resolução Nº 4.170, de 20 de novembro de 2012. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2012/pdf/res_4170_v12_L.pdf>.

que chegavam a 2,5% a.a.. Os financiamentos obedeceriam a um total de R\$ 402 bilhões.

Esses financiamentos faziam parte do Programa de Sustentação do Investimento (PSI). Criado em 2009, o programa consistia no financiamento de operações “destinadas à aquisição e produção de bens de capital e à inovação tecnológica”¹⁵. O montante chegou a R\$ 452 bilhões entre 2009 e 2015.

No início de 2013, as projeções para a inflação se encontravam todas acima da meta. A política de juros baixos e a expansão do crédito seguiam impulsionando a demanda, mas havia limitações do lado da oferta. O Copom projetava uma trajetória de crescimento alinhada ao potencial da economia brasileira. Havia, contudo, a leitura de potenciais riscos de aumentos salariais incompatíveis com a evolução da produtividade. No cenário internacional, havia perspectivas de baixo crescimento e moderada inflação nas economias maduras e política monetária expansionista nos países emergentes (BCB, 2013). Em abril de 2013, então, o Copom dava início a um ciclo de elevação da taxa básica de juros.

O ano de 2013 marcou a queda da confiança dos agentes econômicos. Enquanto a política intervencionista de Dilma seguia sendo implementada, consumidores e empresários enxergavam cada vez menos credibilidade na equipe econômica, o que se refletia em queda dos índices de confiança, como mostram as figuras 5.2 e 5.3

Com a piora da confiança, pioram também as expectativas sobre as condições econômicas para o futuro. Isso afeta o consumo, do lado das famílias, e os investimentos, do lado dos empresários. Os efeitos são progressivamente piores sobre a economia como um todo. Essa ainda não era a leitura do Copom, embora já tivesse iniciado uma política monetária restritiva.

No começo de 2014, o Copom dava prosseguimento ao aperto monetário por meio da elevação dos juros básicos. Tanto no cenário de referência do Banco Central quanto no cenário de mercado, as projeções para a inflação de 2014 e 2015 estavam acima da meta de 4,5% fixada pelo CMN (BCB, 2014a).

15 Câmara dos Deputados. Lei Nº 12.096, de 24 de novembro de 2009. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/2009/lei-12096-24-novembro-2009-593791-norma-Atualizada-pl.html>>.

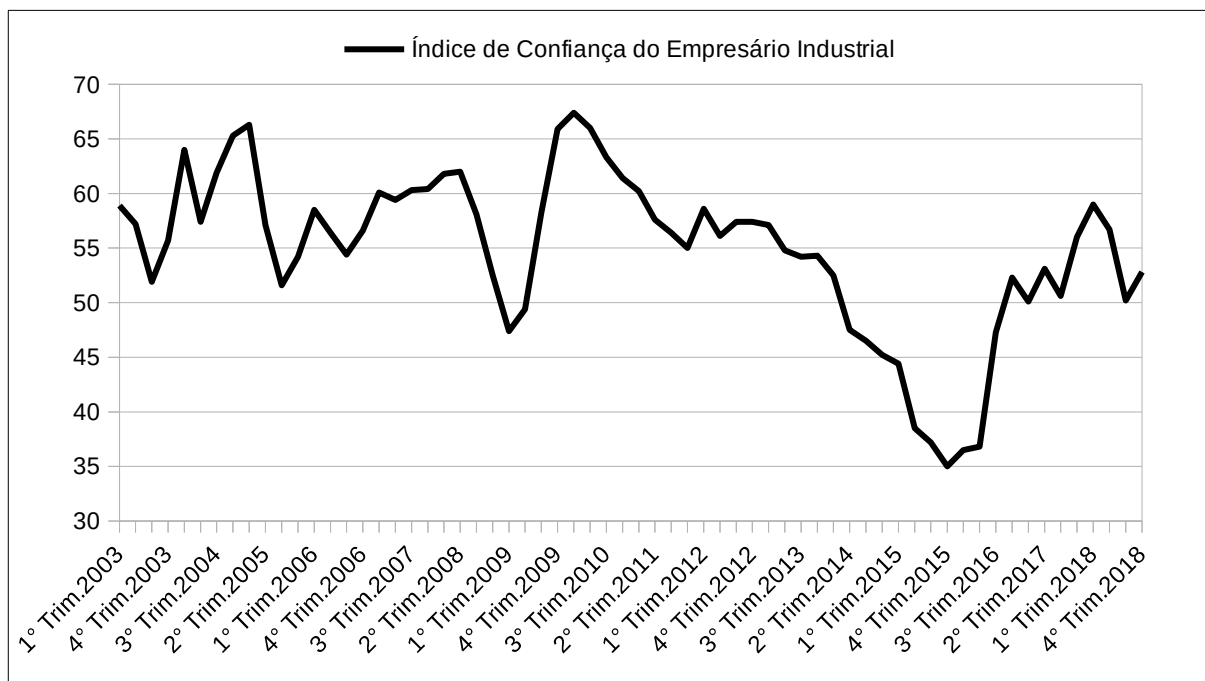


Figura 5.2: Índice de confiança do empresário industrial. Fonte: Bacen.

A partir de fatores como ações de política fiscal, expansão moderada da oferta de crédito, programas de concessões de serviços públicos e exploração do petróleo, o Copom esperava continuidade no crescimento do consumo, ainda que moderado relativamente a anos anteriores, e impulso nos investimentos. O lado da oferta não se mostrava tão aquecido, mas as perspectivas eram de maior competitividade da indústria e da agropecuária e crescimento mais lento dos serviços. Somado a isso, os avanços da qualificação da mão de obra significariam melhor alocação de recursos e ganhos de produtividade.

Do lado externo, além da depreciação do real, construía-se cenário de maior crescimento global, o que favoreceria a economia brasileira. A desvalorização da moeda, contudo, representaria fonte de pressões inflacionárias (BCB, 2014a).

Com relação à política fiscal, o Copom reafirmava a importância da geração de *superávits* primários para conter o descompasso entre oferta e demanda e criar perspectivas positivas para o ambiente macroeconômico. O objetivo era diminuir o custo de financiamento da dívida pública, estimulando o investimento privado. O Copom alertava, seguidamente, que a expansão do crédito e o desequilíbrio fiscal representavam riscos à economia brasileira e, mais precisamente, à evolução do nível de preços (BCB, 2014a).

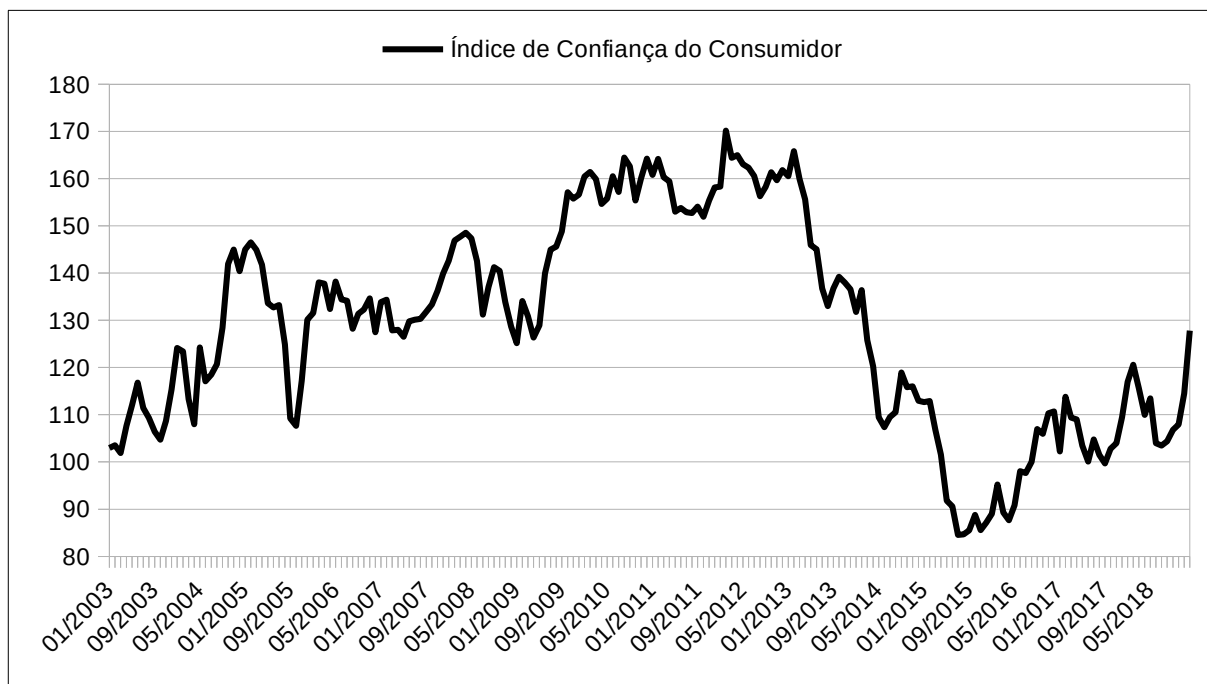


Figura 5.3: Índice de confiança do consumidor. Fonte: Bacen.

Ainda não existia, ao final de 2014, sinais vindos do Copom de que a economia brasileira estivesse próxima de uma crise. As expectativas eram de menor crescimento em 2014 com relação a 2013, porém de recuperação da economia já em 2015. O comitê esperava moderação do consumo e reimpulso dos investimentos, o que levaria a economia a uma trajetória mais condizente com seu crescimento potencial. Além disso, a desvalorização cambial e o cenário de maior crescimento global tenderiam a aumentar as exportações brasileiras (BCB, 2014b).

Para o Copom, a inflação se encontrava em patamares elevados devido ao realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais e dos preços administrados em relação aos livres (BCB, 2014b). Após um período sem alterações da taxa Selic, a intensificação desses dois processos justificaram um aperto da política monetária, de modo que o comitê voltou a elevar os juros em outubro de 2014.

Em julho de 2015, o Copom deu o último passo do ciclo de elevação da taxa de juros iniciado em abril de 2013, levando a Selic a 14,25% a.a.. Dentro do cenário de referência do Bacen e do mercado, as projeções indicavam inflação acima da meta para 2015 e 2016, enquanto o crescimento seria abaixo do potencial. Observava-se relativa acomodação da expansão do crédito, o que reduzia a exposição dos bancos

e a alavancagem das famílias, assim como o consumo. A retração do investimento, por sua vez, era devida a eventos não econômicos e projetava-se novos impulsos no médio prazo (BCB, 2015).

Ao fazer, novamente, referência à importância do resultado primário positivo, o comitê destacou que tanto a literatura quanto as melhores práticas internacionais recomendam política fiscal sustentável para que a política monetária seja eficiente no combate à inflação. O Copom retornava a este tema pois identificava um comportamento expansionista da política fiscal (BCB, 2015).

Os sinais de desgaste do modelo das políticas econômicas, que começaram a se manifestar já ao final de 2014, dão lugar a uma forte recessão. Nos anos de 2015 e 2016, a economia encolheu, em termos reais, 3,55 e 3,46%. Em março de 2017, o desemprego atingiu seu pior cenário, com cerca de 14,2 milhões de pessoas desocupadas.

Em 2014, a reeleição de Dilma com pouco mais da metade dos votos válidos já havia sinalizado a perda de apoio político e popular. As dificuldades de governabilidade e os escândalos de corrupção, somados a imprudências fiscais, conduziram a presidente à perda da legitimidade.

5.3. Governo Temer

Com o processo de *impeachment* em curso, Dilma Rousseff foi afastada da Presidência da República em maio de 2016, dando lugar ao seu vice, Michel Temer. Ao assumir o governo, Temer mudou a equipe econômica, trazendo nomes conhecidos na condução da política monetária na década anterior. Foram escolhidos Henrique Meirelles para o Ministério da Fazenda e Ilan Goldfajn para ser presidente do Banco Central.

O discurso de Goldfajn¹⁶ ao assumir o cargo foi de reaproximação do sistema de metas de inflação. O novo presidente do Bacen considerou haver consenso de que a Nova Matriz Econômica deveria ser substituída pelo “bom e velho” tripé macroeconômico. Na sua visão, “não há crescimento sustentável e bem-estar duradouro sem inflação baixa e estável”. Seu compromisso seria com o centro da meta de inflação estabelecida pelo CMN, de maneira que as bandas de tolerância serviriam apenas para acomodar choques inesperados. Goldfajn também afirmou que a comunicação do Bacen é elemento essencial da política monetária, o que mostra, novamente, a importância dos documentos oficiais da instituição.

O contexto em que Temer assumiu a presidência da República era de forte crise no país, tanto econômica quanto política. Isso tinha efeito depressivo sobre a confiança dos agentes econômicos e, conseqüentemente, sobre os investimentos.

A primeira reunião do Copom presidida pelo novo presidente do Bacen ocorreu em julho de 2016 sem alterações da taxa básica de juros, que permaneceu a 14,25% a.a.. O comitê identificava sinais de interrupção da queda dos investimentos e da produção industrial, embora a economia seguisse operando a elevado nível de ociosidade dos fatores de produção. O cenário externo estava conturbado devido à decisão do Reino Unido de sair da União Europeia (Brexit), mas havia sinais de estímulos adicionais de autoridades monetárias de algumas economias centrais, o que constituiria um ambiente benigno para economias maduras (BCB, 2016a).

Com relação às reformas econômicas internas, o Copom as enxergava como um fator ambíguo. Por um lado, a percepção de que os ajustes fossem

16 Discurso de Ilan Goldfajn na cerimônia de transmissão do cargo de Presidente do Banco Central do Brasil. Brasília, 13 de junho de 2016. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/appron/apres/Discurso_Ilan_Goldfajn_transmissao_cargo13060216.pdf>.

abandonados representaria riscos para o processo de desinflação da economia. Por outro, a aprovação dos ajustes daria confiança aos agentes e causaria queda das expectativas de inflação. A leitura feita pelo comitê era de que, dada a desaceleração da atividade econômica, esperava-se uma queda maior do nível de preços. Como isso não se materializou, não havia espaço para flexibilização da política monetária (BCB, 2016a).

Em outubro de 2016, o Copom deu início ao mais recente ciclo de queda da taxa de juros dentro do período proposto pela pesquisa. Naquela oportunidade, as projeções para a inflação estavam recuando, embora continuassem acima da meta de 4,5%. Havia a expectativa de que mecanismos inerciais prevalecessem e demandassem maior persistência da política monetária. Contudo, a desaceleração da atividade econômica produziria desinflação mais rápida do que a projetada pelo Banco Central e pelo mercado (BCB, 2016b).

No que tange à conjuntura internacional, o comitê destacou a continuidade de um ambiente relativamente benigno para ativos de economias emergentes. Entretanto, havia a necessidade de se monitorar o ritmo de normalização da política monetária nos Estados Unidos e suas possíveis implicações sobre a economia brasileira, uma vez que estava em curso desde o início de 2016 um processo de elevação da taxa de juros americana (BCB, 2016b).

Segundo o Copom, a racionalidade econômica que guia suas decisões consiste em condicionar a evolução da política monetária a fatores relevantes para a inflação. Por este motivo, apresentar as projeções condicionais do Copom para a inflação e destacar fatores que possam dar maior confiança no alcance das metas aumentam a transparência, reforçam sua comunicação e potencializam os efeitos da política monetária (BCB, 2016b).

Assim, o comitê decidia pela redução da taxa de juros e justificava que uma possível intensificação do ritmo da flexibilização monetária dependeria da evolução da confiança dos agentes econômicos. O Copom esperava a aprovação das reformas discutidas naquele momento e argumentava que essas reformas eram fundamentais para a estabilização da economia brasileira. A redução da incerteza inerente ao momento político potencializaria os efeitos da política monetária. A

melhora das contas públicas em horizontes mais longos era imperativo para o desenvolvimento econômico do país (BCB, 2016b).

Em dezembro de 2016, o governo instituiu uma emenda constitucional que prevê um teto para os gastos públicos¹⁷. A medida representou um passo em direção ao ajuste fiscal estrutural, na tentativa de interromper o forte crescimento da dívida pública. O objetivo também era de retomar o investimento privado afastando o investimento público (SANTANA e COSTA, 2017).

Do início do governo Temer até meados de 2017, o pagamento de juros reais subiu rapidamente, chegando a 3,7% do PIB em julho de 2017. O processo de desinflação fez com que a correção monetária se movesse na direção inversa, caindo para 1,1% do PIB. O peso do custo da carteira também caiu, em função da elevação da TJLP e dos pagamentos antecipados do BNDES (BARBOSA-FILHO, 2018a).

Em outubro de 2017, o Copom entendia que os indicadores econômicos indicavam recuperação gradual da economia, embora a atividade econômica ainda operasse com altos níveis de ociosidade, traduzidos em baixa utilização da capacidade da indústria e alta taxa de desemprego. O cenário externo se mostrava favorável, na medida em que a recuperação da atividade econômica global não pressionava em demasia as condições financeiras nas economias avançadas, o que contribuía para manter o apetite ao risco em relação a economias emergentes (BCB, 2017).

No cenário básico do Copom, um conjunto de fatores representava riscos em dois sentidos. Por um lado, mecanismos inerciais e efeitos secundários de choques favoráveis aos preços manteriam a inflação em níveis abaixo da meta. Por outro lado, frustração na continuidade das reformas e ajustes tidos como necessários e reversão do cenário externo favorável às economias emergentes poderiam afetar prêmios de risco e elevar a inflação. As reformas eram fundamentais para a queda da taxa de juros estrutural. O comitê reconhecia que a taxa de juros estava abaixo da taxa estrutural e que a conjuntura econômica prescrevia política monetária estimulativa (BCB, 2017).

17 Emenda Constitucional nº 95, de 15 de dezembro de 2016. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Emendas/Emc/emc95.htm>.

O Copom fazia a leitura de que, uma vez que as expectativas de inflação estivessem ancoradas, a política monetária deveria combater apenas os efeitos secundários de choques de oferta. A expectativa era de que a recuperação econômica fosse percebida inicialmente no consumo, o que causaria impacto posteriormente no investimento (BCB, 2017).

Em março de 2018, o Copom baixou a taxa de juros para 6,5% a.a., patamar no qual a Selic se manteria até o final do ano. Naquela oportunidade, o entendimento era de que a trajetória da inflação havia se comportado no início do ano de forma mais benigna do que esperado. A conjuntura econômica, de expectativas inflacionárias ancoradas, projeções de inflação abaixo da meta e elevado grau de ociosidade dos fatores de produção, prescrevia política econômica estimulativa, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural (BCB, 2018).

Ao final do primeiro trimestre de 2018, o Bacen reduziu a taxa de depósitos compulsórios de 40% para 25%. Essa alíquota chegaria a 21% em novembro de 2018. O objetivo do Bacen era passar aos bancos comerciais a decisão sobre as reservas, na expectativa de aumentar a oferta no mercado de crédito.

Devido à proximidade da corrida eleitoral, Meirelles saiu do Ministério da Fazenda e foi substituído por Eduardo Guardia, em abril de 2018. O discurso de posse¹⁸ de Guardia sinalizou continuidade da política de austeridade fiscal, com o objetivo de conter a trajetória de crescimento das despesas públicas. O ministro argumentou que os anos de desequilíbrio fiscal causaram um processo de *crowd-out* dos investimentos privados. A missão do governo Temer, nesse sentido, seria causar um processo inverso, de *crowd-in*, reanimando os gastos do setor privado.

O governo Temer tomou outras duas medidas, voltadas a corrigir falhas do mercado monetário. A primeira delas foi antecipar o pagamento de R\$ 100 bilhões do BNDES ao Tesouro Nacional, referentes aos empréstimos feitos entre 2008 e 2014. A segunda medida foi a instituição da taxa de longo prazo (TLP) em substituição a TJLP¹⁹, com o objetivo de fazer essa taxa convergir no prazo de cinco

18 Discurso de Eduardo Guardia na cerimônia de posse no Ministério da Fazenda, em 11 de abril de 2018. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/discursos/2018/discurso-do-ministro-eduardo-guardia-11-04-2018>>.

19 Lei nº 13.483, de 21 de setembro de 2017. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/2017/lei-13483-21-setembro-2017-785500-publicacaooriginal-153817-pl.html>>.

anos à taxa negociada no mercado secundário de títulos. A convergência é fundamental para afastar o setor financeiro dos títulos públicos e levá-lo a tomar riscos em operações de maior duração (PEREIRA e MITERHOF, 2018).

Ao longo de 2017 e 2018, a inflação se manteve abaixo da meta estipulada pelo CMN, evidenciando que os modelos usados no contexto do regime de metas superestimaram a inflação. Isso pode ter dois motivos. Por um lado, significa que o hiato do produto é negativo, isto é, há forte ociosidade de recursos na economia brasileira. Por outro lado, pode significar que os juros neutros estão mais baixos do que o Bacen acredita (PESSÔA, 2018).

De fato, as atas das reuniões do Copom mostram que o comitê calculava que a taxa de juros estava abaixo da taxa estrutural e que isso representava uma política expansionista. Se, contudo, os juros neutros estiverem realmente mais baixos do que se imagina, então isso pode indicar que houve uma mudança ainda mais profunda da economia brasileira ao longo do período proposto.

Há que se tomar em consideração, por outro lado, o fato de que os juros em países centrais, como EUA, Japão e Europa, estiveram por muitos anos em patamares negativos. Conforme proposto pela condição da paridade dos juros²⁰, isso possui implicações sobre os juros brasileiros.

20 Ver seção 4.2 do capítulo 4.

5.4. O ciclo econômico brasileiro

A leitura das atas do Copom evidencia as diferentes fases da política monetária. Apesar das mudanças na equipe econômica, as alterações da taxa básica de juros estiveram sempre ligadas às expectativas inflacionárias. Quando elevadas, o comitê respondia com aumento dos juros. Quando baixas, o Copom enxergava espaço para queda dos juros.

O Bacen representou a ortodoxia durante os anos do governo PT, entrando em choque, muitas vezes, com o Ministério da Fazenda, mais notavelmente no período Meirelles-Mantega (RIBEIRO, 2017). Entre 2011 e 2013, porém, a taxa Selic passou por um processo de redução distanciado da ortodoxia, se mantendo em 7,25% a.a. durante seis meses entre 2012 e 2013. Na realidade, o mandato de Tombini no Bacen como um todo, entre 2011 e 2016, foi mais leniente com números elevados da inflação, o que mostra mais proximidade do Bacen de Tombini com a heterodoxia de Mantega.

Conforme discutido²¹, a política monetária dos bancos centrais usa como referência a regra de Taylor, que prega variações dos juros para tratar de desvios inflacionários e hiato do produto. Embora Tombini tenha sido negligente com relação às expectativas inflacionárias, Jesus e Lopes (2016) argumentam que esse período foi marcado por ampliação das respostas dos juros a mudanças no hiato do produto.

Ainda que essa tenha sido a regra durante o mandato de Tombini, o objetivo institucional do Bacen é trazer a inflação para uma meta estipulada pelo CMN e não combater o desemprego, por exemplo. Esse desvio do objetivo do Bacen de Tombini colocou em xeque a confiança da comunidade financeira no andamento da política monetária.

No contexto do sistema de metas de inflação, desvios da inflação de sua meta significam que eventualmente a autoridade monetária fará política restritiva e isso causará efeito depressivo sobre a eficiência marginal do capital (PELICIONI E RESENDE, 2009). Assim, quanto maior e mais duradouro o desvio da inflação de sua meta, maiores as expectativas de restrição monetária. Uma piora das expectativas suscita, justamente, uma queda nos investimentos.

21 Ver seção 4.1 do capítulo 4.

Percebeu-se também que o Copom não faz referência a agregados monetários em suas reuniões. A impressão que se passa é de que os departamentos do Bacen que apresentam seus pareceres ao comitê simplesmente não tratam da evolução da quantidade de moeda na economia. Embora esteja atento a flutuações da atividade econômica e do emprego e ao comportamento do nível de preços e da taxa de câmbio, o Bacen não trata das distorções que a moeda causa na economia.

De acordo com o debate da teoria austríaca nos capítulos anteriores, a moeda constitui um fator capaz de gerar desequilíbrios na atividade econômica. No mercado de crédito, a criação de moeda causa uma queda no preço dos empréstimos, o que eleva sua demanda. Nessa situação, a taxa de juros deixa de transmitir corretamente aos participantes do mercado a preferência temporal dos indivíduos.

Partindo dessas considerações, esta seção aborda a economia brasileira à luz do modelo GSMS para investigar o ciclo econômico. Para tanto, busca-se identificar os períodos correspondentes às fases do ciclo, considerando os dados à disposição.

Nos primeiros anos da pesquisa, observou-se apenas um leve crescimento das operações de crédito. No início de 2007, o saldo da carteira de crédito se manteve em torno de 30% em relação ao PIB. A quantidade de moeda, medida pelo agregado monetário M2²², também cresceu lentamente. A figura 5.4 traz a evolução dessas duas variáveis.

Os primeiros anos do governo Lula marcaram a manutenção de elevadas taxas de juros para manter a inflação controlada. Essa foi a característica do mandato de Henrique Meirelles na presidência do Bacen, considerando o comprometimento com o sistema de metas de inflação. O controle inflacionário era o objetivo principal, ainda que taxas de juros altas configurem também um obstáculo para a estabilidade macroeconômica do país (OLIVEIRA, PORTUGAL e ABRITA, 2016).

Como o Brasil vinha de forte crise econômica em 2002 e 2003, esses primeiros anos foram marcados pelo aumento da utilização da capacidade instalada. Devido à

22 O agregado M2 é composto por papel-moeda em poder do público, depósitos à vista nos bancos comerciais e emissões de alta liquidez realizadas por instituições depositárias, que realizam multiplicação de crédito (DEPEC, 2018).

alta ociosidade, não houve pressões sobre os preços, isto é, havia espaço para crescimento econômico acelerado sem inflação.

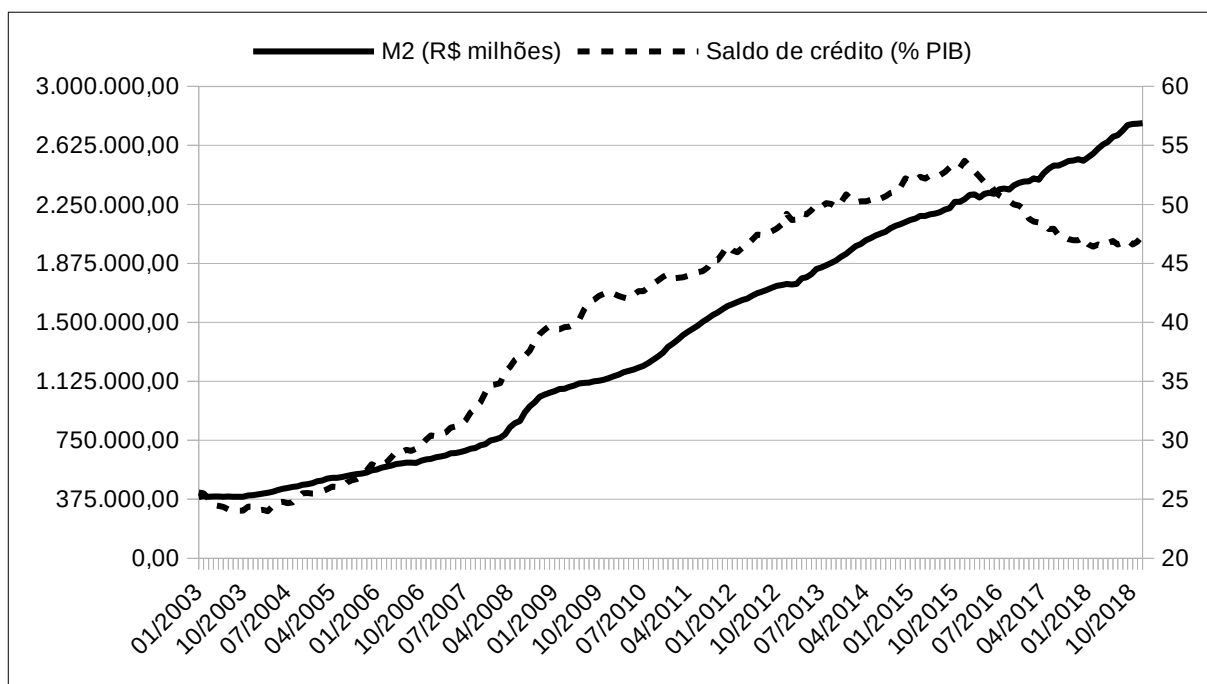


Figura 5.4: M2 e saldo de crédito em relação ao PIB. Fonte: Bacen.

Assim, observou-se uma queda contínua do desemprego e um aumento gradual da utilização da capacidade instalada. A inflação, por sua vez, recuou fortemente. O IPCA chegou a 2,96% no acumulado em 12 meses até março de 2007.

A produção, por sua vez, crescia a taxas impressionantes. Como mostra a figura 5.5, o PIB saltou de US\$ 512 bilhões em janeiro de 2003 para US\$ 1,220 trilhão em maio de 2007. O PIB continuaria a crescer sem interrupções até dezembro de 2008, quando atingiu US\$ 1,693 trilhão.

Ao voltar a análise ao arcabouço do modelo GSMS, conforme a figura 5.6, identifica-se um movimento da economia do ponto A para o B, o que significa que a fronteira natural de produção (NPF) se moveu ao longo da liquidez macroeconômica (ML). A produção do país aumentou concomitante a uma queda da inflação, em função da liquidez ter aumentado apenas levemente.

A partir de 2008, a crise financeira internacional mudou o panorama da economia brasileira. Com a piora do cenário externo, as instituições financeiras

privadas interromperam a expansão do crédito, que vinha crescendo a taxas elevadas.

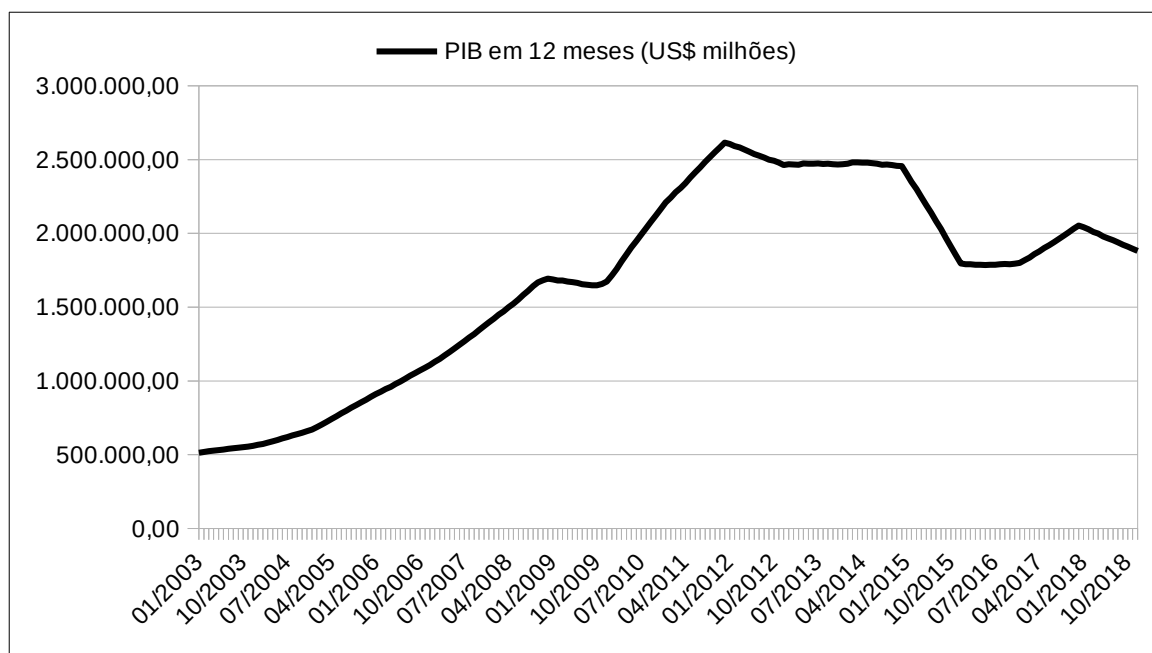


Figura 5.5: PIB em dólares. Fonte: Bacen.

Essa mudança de postura do setor bancário privado foi respondida com políticas anticíclicas. Por um lado, o crédito das instituições públicas passou a crescer exponencialmente, em uma longa trajetória que seria interrompida apenas em 2015. Por outro, o governo federal lançou pacotes de investimentos, como o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). A figura 5.4 indica uma mudança também na evolução do M2, isto é, uma expansão monetária mais forte.

Uma particularidade do mercado de crédito brasileiro é a distinção entre recursos livres e recursos direcionados, cuja evolução é mostrada pela figura 5.7. O crédito direcionado tem como objetivo ofertar crédito a prazos longos e a taxas de juros baixas para determinados setores e atividades. Os bancos públicos são os responsáveis por essas operações, majoritariamente três: o BNDES para investimentos de empresas, a Caixa Econômica Federal para habitação e o Banco do Brasil para o setor rural (LUNDBERG, 2011).

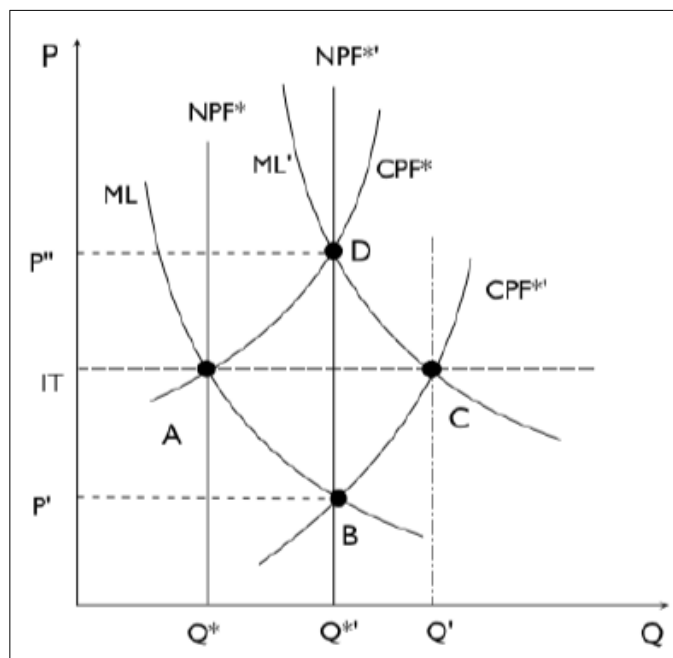


Figura 5.6: Modelo GSMS. Fonte: MUELLER, 2014a: 8.

O banco público mais importante para o crédito no período proposto foi o BNDES. O BNDES é financiado com recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), um fundo destinado a custear o seguro-desemprego e o abono salarial, cujos recursos advêm das arrecadações do PIS e do PASEP. Com isso, os recursos do BNDES são originados de encargos sociais incidentes sobre a folha de pagamento de empresas.

Durante a crise financeira internacional de 2008, o BNDES recebeu injeções de recursos do Tesouro Nacional para aumentar a oferta de crédito aos investimentos (LUNDBERG, 2011). A partir de 2009, o BNDES passou a receber injeções de recursos contínuas do Tesouro Nacional²³, o que significa um financiamento por meio de criação de moeda, dado que os recursos do TN advêm do mercado de títulos.

Isso gera uma evidente distorção nos empréstimos feitos pelo BNDES: o Tesouro se endivida pagando a taxa Selic, enquanto o BNDES cobra a TJLP. Os empréstimos do BNDES não apenas rendiam taxas de juros baixas, mas eram também negociados a contratos longos, de 30 anos. Esse arranjo implica naturalmente num processo de endividamento do governo.

²³ Ver leis nº 11.948/09, nº 12.397/11, nº 12.453/11, nº 12.872/13, nº 12.979/14 e nº 13.000/14, que autorizaram a União a conceder empréstimos ao BNDES.

A nova postura da política econômica interrompeu a queda do PIB observada em 2009 e recolocou o país no caminho do crescimento econômico. Da mesma maneira, a taxa de desemprego continuou caindo. A resposta anticíclica à crise financeira internacional pareceu bem-sucedida, na medida em que os investimentos continuavam a crescer de maneira exuberante.

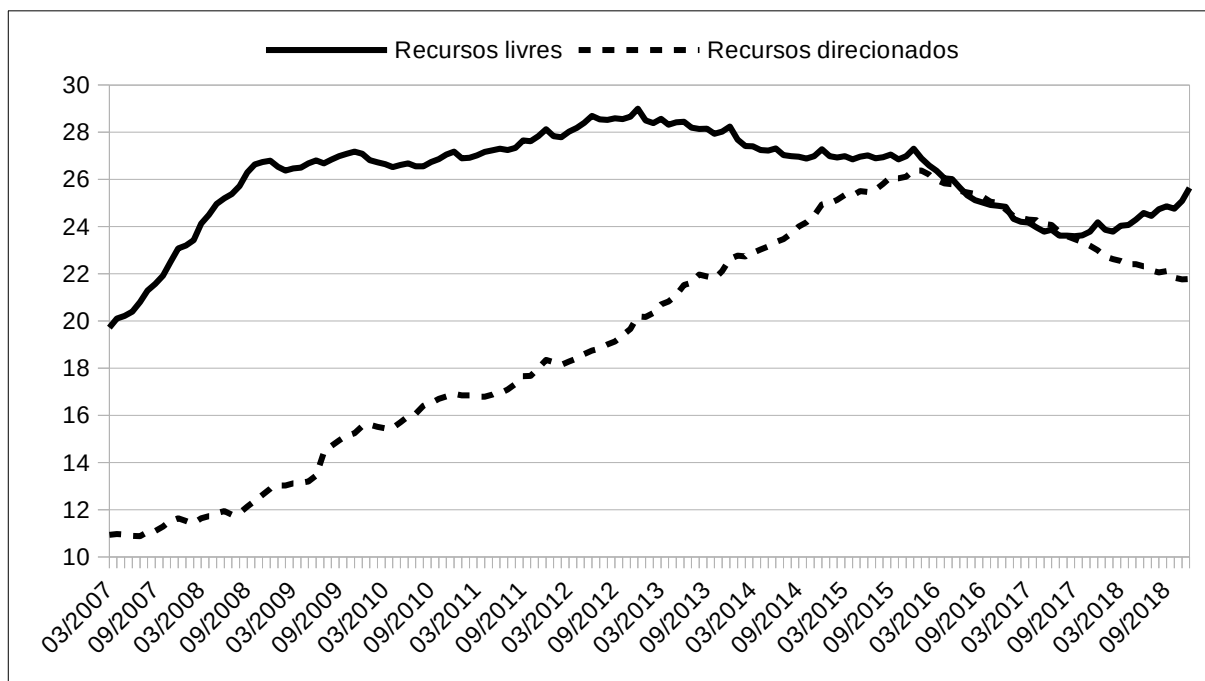


Figura 5.7: Saldo de crédito com recursos livres e direcionados em relação ao PIB. Fonte: Bacen.

O índice de preços, por sua vez, tomando em conta o crescimento acentuado da oferta monetária, não saiu do controle da política monetária. Na realidade, o IPCA medido em 12 meses ultrapassaria a meta apenas em 2011, mas logo voltaria ao intervalo estipulado pelo CMN.

O controle da inflação, contudo, esteve ligado não à política monetária do Copom, mas à taxa de câmbio valorizada. Uma taxa de câmbio valorizada funciona como uma âncora para o nível de preços, de maneira que, por todo o período em que o real esteve apreciado frente ao dólar, a taxa de inflação ficou dentro da meta, como mostra a figura 5.8.

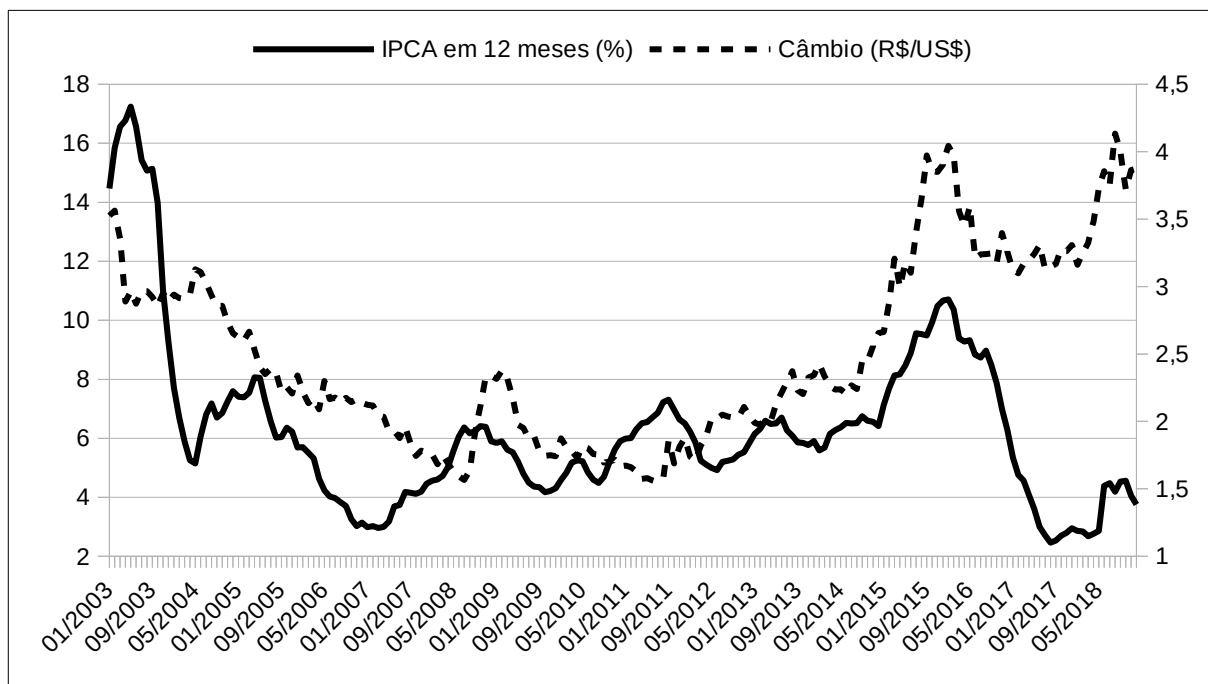


Figura 5.8: IPCA em 12 meses e taxa de câmbio. Fonte: Bacen.

O câmbio apreciado não foi resultado de uma política econômica brasileira, o que faz sentido uma vez que o Brasil adota, como parte do tripé macroeconômico, o regime de câmbio flutuante. Na realidade, este resultado foi devido à desvalorização do dólar frente as principais moedas.

A figura 5.9 mostra o preço do ouro em dólares e em reais. Vê-se que há uma constante depreciação do real frente ao ouro, o que é explicado pela forte expansão monetária do país. Contudo, a depreciação do dólar frente ao ouro foi ainda maior, o que se refletiu em um dólar mais barato para os brasileiros.

Além disso, a taxa básica de juros da economia americana se manteve sensivelmente baixa durante um longo período, apesar de ter sido elevada no contexto da crise financeira. Conforme discutido anteriormente²⁴, o diferencial das taxas de juros de dois países tendem a ser refletidos nas taxas de câmbios. No mais, a expansão monetária de um país central dá espaço para que um país periférico expanda também sua oferta monetária. A figura 5.10 mostra a evolução das duas taxas de juros.

²⁴ Ver seção 4.2 do capítulo 4.

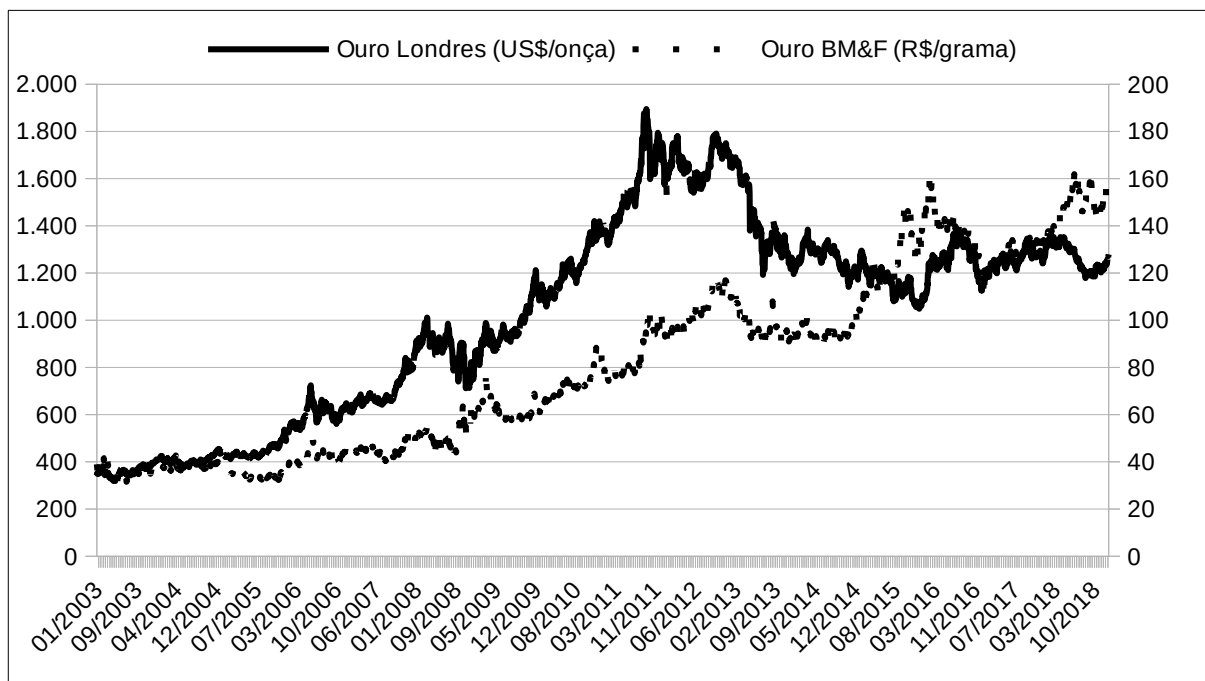


Figura 5.9: Ouro em dólar e em real. Fonte: Bacen.

O período entre 2007 e 2011 é identificado no modelo GSMS como um movimento da economia brasileira do ponto B para C. Por um lado, a aceleração inflacionária em comparação ao período anterior foi devida ao aumento da liquidez, que move a curva ML para a direita. Nesse sentido, o sistema de metas para a inflação tem o papel de transmitir aparente solidez no andamento da política monetária. Os anos de baixa inflação deram espaço para um afrouxamento dos juros. O descontrole da inflação ainda não havia se manifestado, uma vez que a taxa de câmbio serviu de âncora para os preços internos.

Por outro lado, a economia brasileira continuou se expandindo fortemente e o desemprego seguia em queda. O crescimento do produto, dessa vez, não se deu por um movimento da NPF, mas por um deslocamento da ML ao longo da fronteira cíclica de produção (CPF). Esse é o sinal de que a economia brasileira experimentava um *boom* insustentável.

O período seguinte foi de relativa estagnação das operações de crédito dos bancos privados. Na literatura keynesiana, pode-se dizer que houve um aumento da preferência pela liquidez dessas instituições. Os bancos públicos, então, expandiram o crédito a taxas ainda mais altas do que nos anos anteriores.

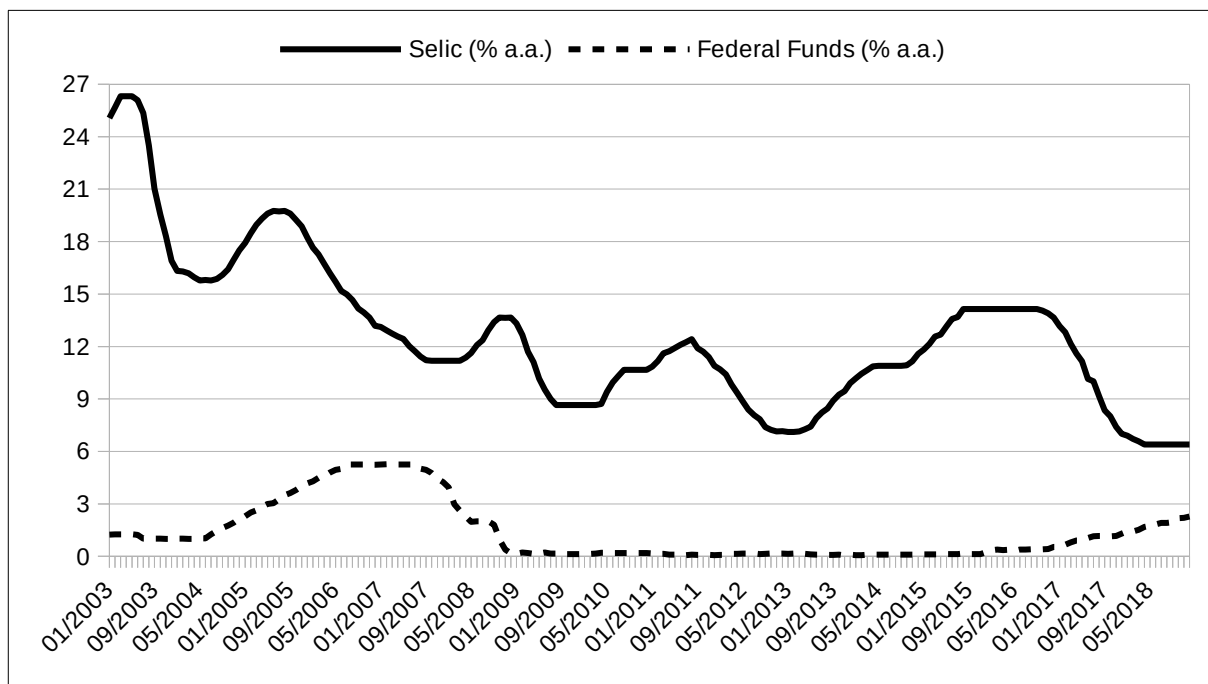


Figura 5.10: Taxas básicas de juros efetivas de Brasil e EUA. Fontes: Bacen e Federal Reserve Economic Data, respectivamente.

Assim, crédito e quantidade de moeda seguiram em trajetória de crescimento. O produto, por sua vez, já não respondia aos impulsos da política econômica expansionista. Após atingir o pico de US\$ 2,614 trilhões em dezembro de 2011, o PIB brasileiro estagnou.

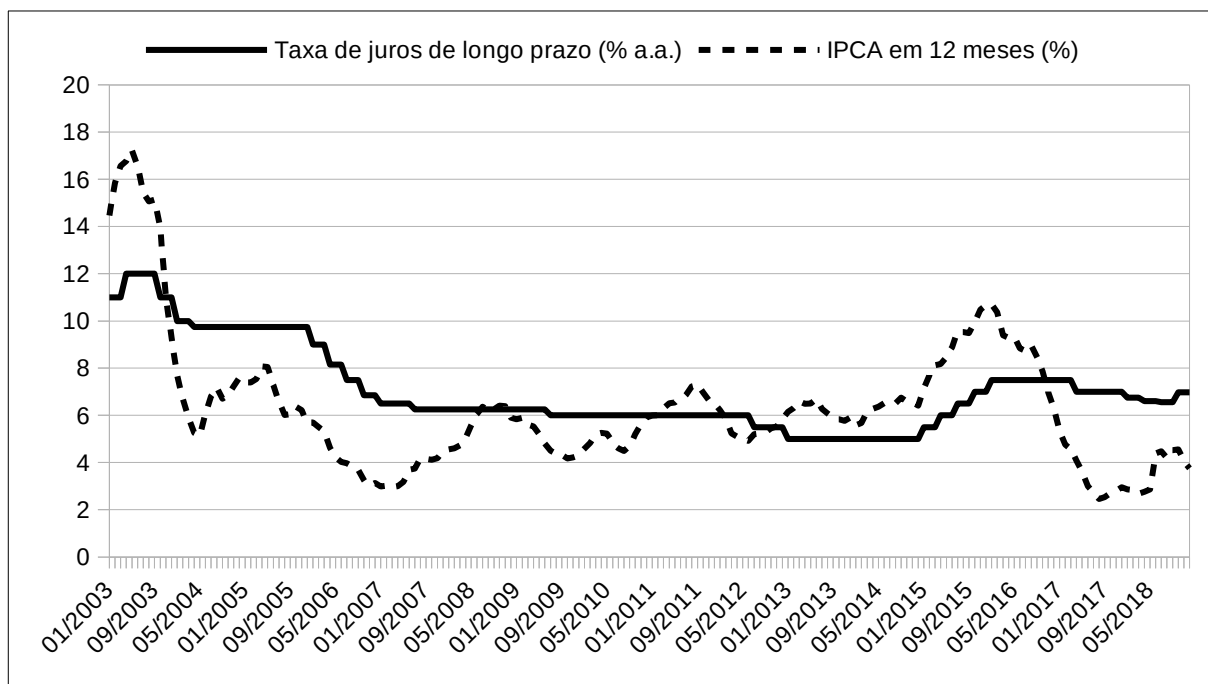


Figura 5.11: TJLP e IPCA. Fonte: Bacen.

O governo, então, continuou suas tentativas de reanimar a economia com programas de investimento a taxas de juros extremamente baixas. A partir de 2013, a taxa de juros de longo prazo (TJLP) ficou abaixo do IPCA e se manteve assim até 2017, como mostra a figura 5.11. Isso significa juros reais negativos para financiamento de investimentos.

A discrepância entre o preço do ouro em dólar e em real começou a ceder, de maneira que a taxa de câmbio brasileira iniciou um processo de depreciação. Essa mudança na trajetória do câmbio causou mudança também no nível de preços internos. Não demoraria muito para que a inflação acelerasse.

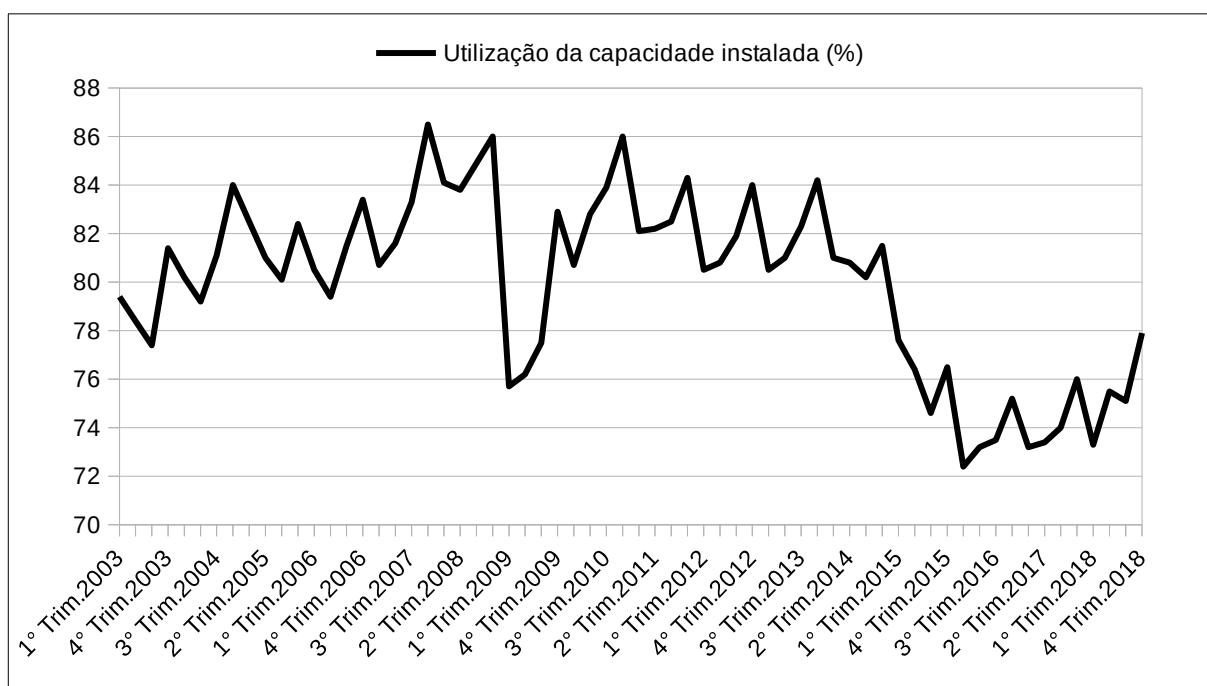


Figura 5.12: Utilização da capacidade instalada. Fonte: Bacen.

A combinação de estagnação econômica e aumento da inflação causou impacto sobre a confiança dos agentes. Tanto consumidores quanto empresários sofreram piora em suas expectativas, conforme as figuras 5.2 e 5.3.

A utilização da capacidade instalada, mostrada pela figura 5.12, se comportou de maneira cíclica ao longo do período. Ao sair de um nível baixo em 2003, ela chegou a mais de 85% antes da crise financeira internacional. Ao longo de 2009, a utilização da capacidade foi reanimada, dessa vez por impulsos de política anticíclica. Ainda no primeiro mandato de Dilma, porém, ela recua acentuadamente, se mantendo em níveis baixos desde então.

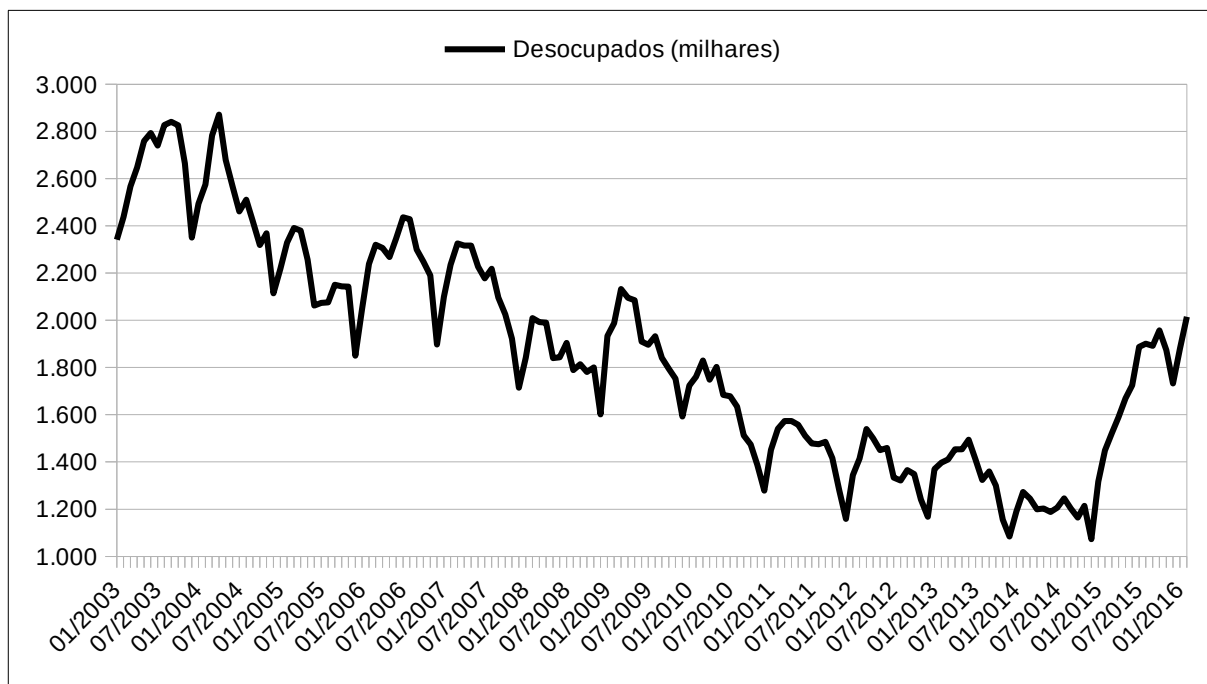


Figura 5.13: Desocupados, metodologia antiga. Fonte: Bacen.

Dessa maneira, o desemprego entrou em trajetória contrária aos anos anteriores. Com a queda dos investimentos, a taxa de desemprego subiu e o produto começou a cair. O PIB chegou a US\$ 1,786 trilhão em maio de 2016, próximo ao nível registrado no começo de 2010.

O desemprego possui forte correlação com os índices de utilização da capacidade instalada. Entre 2003 e 2015, o desemprego manteve uma trajetória de queda contínua, como mostra a figura 5.13. Com a crise brasileira, o desemprego assumiu comportamento inverso e atingiu números muito altos. A figura 5.14 mostra a evolução até 2018.

A crise brasileira surge no modelo GSMS como uma retração da capacidade produtiva do país, com a CPF se movendo ao longo da curva ML. A economia se move do ponto C para D, com queda do produto e aceleração do nível de preços. Esse panorama foi observado até o início de 2016, quando os preços voltam a cair.

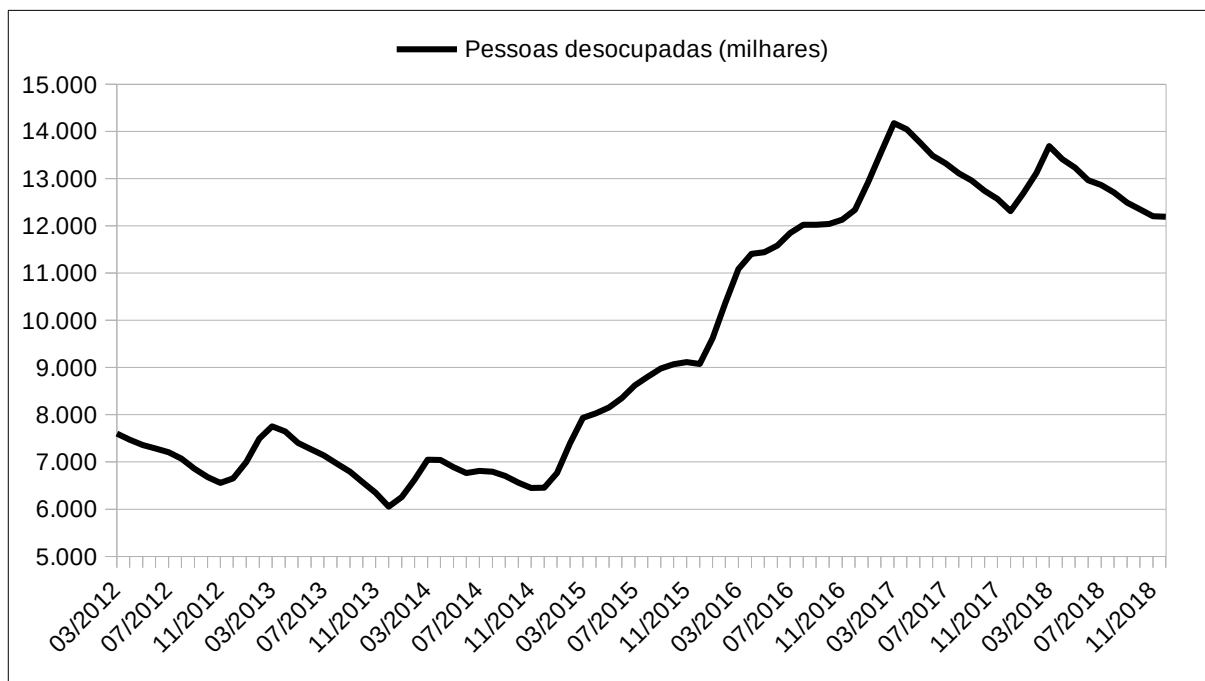


Figura 5.14: Desocupados, metodologia nova. Fonte: Bacen.

Em seguida, a política econômica brasileira assume comportamento contracionista. As operações de crédito, tanto dos bancos públicos quanto dos privados, estes últimos há mais tempo, estagnaram, de modo que o saldo de crédito em relação ao PIB assumiu trajetória de queda. Apesar disso, a quantidade de moeda continuou sua trajetória de elevação. Contudo, dado que a liquidez diminuiu, considera-se que houve um deslocamento da curva ML para a esquerda.

A TJLP voltou a subir e, eventualmente, se igualou à taxa Selic. O nível de preços, por sua vez, recuou violentamente e o IPCA chegou a 2,46% em agosto de 2017. O PIB, porém, não cresceu mais, mantendo-se abaixo dos US\$ 2 trilhões.

Esse período da economia brasileira surge no modelo GSMS como uma acomodação da economia à sua real capacidade produtiva. Com a retração da liquidez, o nível de preços recua, mas a economia não cresce, uma vez que aqueles investimentos feitos durante o período de otimismo devem ser reestruturados e essa reestruturação exige tempo.

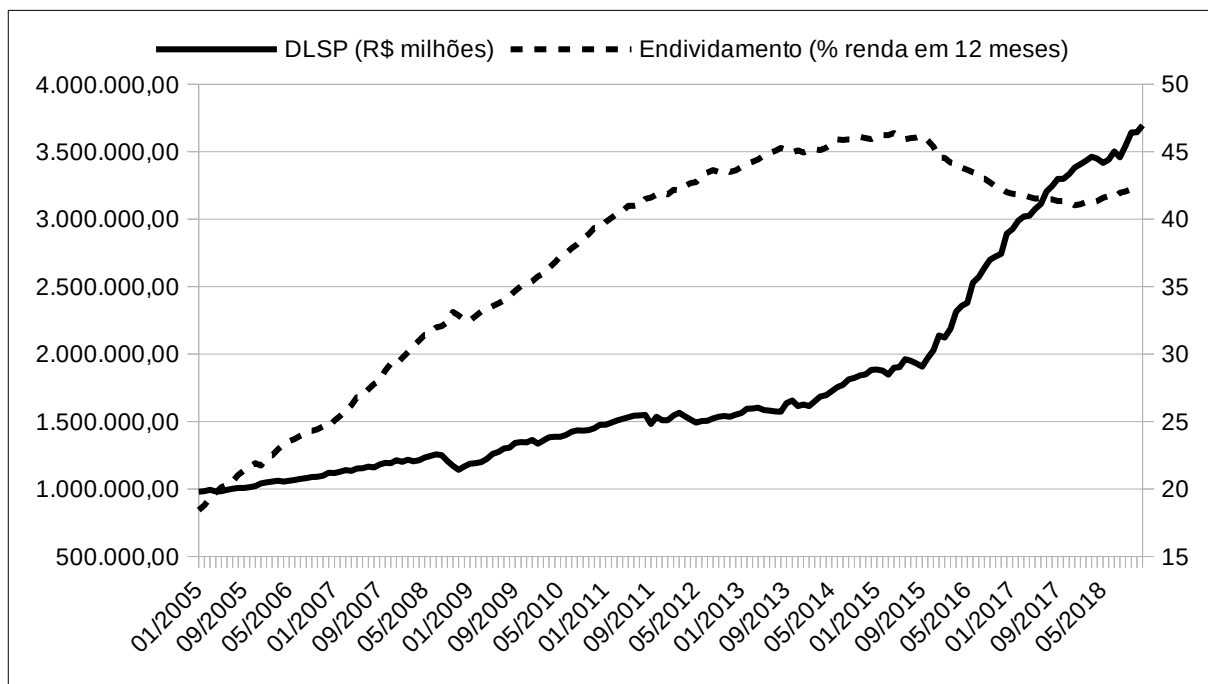


Figura 5.15: Dívida líquida do setor público e endividamento das famílias. Fonte: Bacen.

Uma característica do final do ciclo econômico é o alto endividamento, mostrado pela figura 5.15. Os seguidos anos em que foi possível gastar mais do que a riqueza real permitiria são substituídos pela necessidade de se gastar menos para pagar as dívidas contraídas. A figura acima mostra a dívida do setor público e o endividamento das famílias, ambos extremamente altos nos últimos anos da pesquisa.

6. Considerações finais

Este trabalho teve como objetivo analisar a economia brasileira entre 2003 e 2018 à luz da teoria dos ciclos econômicos. Para tanto, o trabalho recorreu a uma teoria keynesiana convencional dos ciclos econômicos, com base no próprio Keynes e no modelo IS-LM desenvolvido por Hicks e Hansen. O trabalho também apresentou algumas das contribuições pós-keynesianas acerca dos ciclos econômicos, em especial no tocante aos mercados financeiros.

Em seguida, o trabalho recorreu à escola austríaca e à sua teoria dos ciclos econômicos. As contribuições originais de Mises e Hayek foram essenciais para os eventuais desdobramentos dessa corrente de pensamento. O desdobramento mais relevante para o presente trabalho foi o modelo GSMS, desenvolvido por Mueller.

O debate entre as diferentes teorias econômicas evidenciou importantes pontos de concordância. Tanto os keynesianos quanto os austríacos enxergam que a característica da fase ascendente do ciclo econômico é o investimento infundado, isto é, fadado ao fracasso. Isso ocorre porque há um exagerado otimismo entre os agentes econômicos, seja porque a aversão ao risco é menor, seja porque o crédito fácil aumenta a noção de riqueza.

O excesso de otimismo dessa fase leva a um sobreinvestimento, conforme Keynes, ou a maus investimentos, como em Mises. Esses investimentos são feitos com expectativas muito positivas sobre o futuro, mas as condições econômicas não permitem que tais expectativas se realizem. Logo, o menor sinal de decepção dá início a uma depreciação gradativa das expectativas, seguida por uma queda abrupta dos investimentos e por redimensionamentos de projetos.

Outro ponto de concordância entre as correntes é de que a moeda não tem papel apenas passivo na economia. Ao contrário do que defendem alguns economistas, a moeda não é um mero meio de troca, em que trocas diretas e indiretas pouco se diferem. A moeda, na realidade, é capaz de causar desequilíbrios nas relações entre oferta e demanda, ao passo que sua entrada no sistema econômico nunca se dá de maneira uniforme para todos os agentes.

Além disso, ambas correntes tecem críticas ao sistema de metas de inflação. Os keynesianos, por um lado, afirmam que o descumprimento das regras leva a expectativas de aumento dos juros, o que causa efeito negativo sobre os investimentos. Já os austríacos afirmam que este sistema ignora o processo de queda do nível de preços inerente ao progresso tecnológico, de maneira que a queda dos juros para fazer subir a inflação dá início a um novo ciclo econômico.

Contudo, as duas correntes assumem posições diametralmente opostas no que se refere ao papel das políticas econômicas. Os economistas keynesianos receitam, para combater a crise econômica, políticas de caráter anticíclico. Na recessão, enquanto os gastos do setor privado diminuem, o governo deve aumentar seus gastos com o objetivo de reaquecer a demanda agregada. O efeito multiplicador deste aumento dos gastos públicos levaria ao aumento do consumo das famílias e, eventualmente, ao retorno da confiança dos empresários.

Do lado monetário, o receituário keynesiano sugere a queda das taxas de juros. A causa dos ciclos na teoria keynesiana é a queda abrupta da eficiência marginal do capital. Como os investimentos dependem da comparação entre a taxa de juros e a eficiência marginal do capital, o governo deve expandir a oferta monetária e diminuir os juros.

Os economistas austríacos, por sua vez, são críticos das políticas anticíclicas. Por um lado, argumentam que evitar o processo necessário de reestruturação dos projetos de investimento causa uma recessão ainda mais forte no futuro não muito distante. Por outro lado, a causa do ciclo na teoria austríaca é justamente a queda dos juros de mercado abaixo da taxa de juros natural, levando ao alongamento da estrutura de produção sem que os agentes tenham de fato alterado sua preferência temporal.

Um último ponto de dissonância entre as duas correntes está no campo do conhecimento. Os economistas keynesianos argumentam que os agentes econômicos nos mercados financeiros assumem um comportamento de massa, preocupando-se mais com mudanças na opinião do mercado do que com expectativas racionais. Os economistas austríacos defendem que cada indivíduo

possui seu próprio entendimento dos fatos, de modo que a ação humana é intrinsecamente subjetiva.

A análise da economia brasileira nesse período, contudo, necessitava ainda de aspectos complementares. Por um lado, o arranjo institucional brasileiro é particular, especialmente no que diz respeito ao controle da inflação. Devido às décadas de hiperinflação no país, a autoridade monetária brasileira recorreu ao sistema de metas para a inflação. As consequências da adoção desse sistema foram também trabalhadas ao longo da pesquisa, considerando diferentes pontos de vista.

Por fim, a economia brasileira, embora uma das maiores do mundo, é influenciada pelas condições externas. Isso exigiu um aprofundamento da teoria do ciclo econômico no contexto de economias abertas. O trabalho, então, recorreu a modelos convencionais e contribuições adicionais sobre o tema.

Em seguida ao referencial teórico deste trabalho, a análise da economia brasileira foi feita tomando em consideração os diferentes governos ao longo do período. Foram três: Lula entre 2003 e 2010, Dilma entre 2011 e 2016 e Temer entre 2016 e 2018. O objetivo dessa parte da pesquisa consistiu em identificar, entre os porta-vozes da política econômica brasileira, algumas das motivações por trás das tomadas de decisões.

Nesse sentido, a pesquisa propôs a leitura qualitativa das atas das reuniões do Copom, o Comitê de Política Monetária. Identificada como instrumento de política econômica, a comunicação tem como objetivo alinhar expectativas e reduzir a incerteza e a desconfiança.

O andamento da política monetária considera uma série de fatores, explicitados nas reuniões do Copom. O principal deles é a expectativa inflacionária, tanto a resultante dos modelos do Bacen quanto a de modelos de instituições privadas. Considera-se também as condições de demanda do país, como o crédito, a confiança dos consumidores etc. Do lado da oferta, o Bacen cita a utilização da capacidade produtiva, os números de produção industrial, a confiança dos empresários etc.

São relevantes para o horizonte de política monetária, também, as condições no setor externo. Os reflexos se dão na demanda por produtos brasileiros,

especialmente das *commodities*, e na oferta internacional de liquidez, relacionada aos mercados financeiros dos principais países.

Contudo, ao analisar as atas do Copom, percebeu-se que a política monetária desconsidera a evolução dos agregados monetários. Não há menção à quantidade de moeda em circulação na economia e esse é o aspecto mais grave da política monetária. Conforme discutido, a teoria austríaca dos ciclos econômicos credita a variações na moeda o papel central. A introdução da moeda causa distúrbios nos preços e distorce a estrutura de produção.

No que diz respeito ao ciclo econômico, o caso brasileiro experimentou as diferentes fases ao longo do período proposto. Nos primeiros anos da pesquisa, mais ou menos entre 2003 e 2007, a economia brasileira cresceu e o emprego atingiu níveis bastante elevados. Embora tenha havido um aumento da oferta monetária, a valorização do real frente ao dólar funcionou como uma âncora para o nível de preços.

O cenário começou a mudar com a crise financeira internacional, respondida pelo governo brasileiro com políticas anticíclicas. Houve forte aumento da oferta de crédito e seguidos pacotes de investimentos financiados por bancos públicos. A economia brasileira continuou a crescer, assim como o emprego. O nível de preços, por sua vez, já não era tão baixo embora ainda se mantivesse na meta. Esse cenário durou aproximadamente até 2011.

A terceira fase do ciclo brasileiro foi de gradual desaceleração econômica até se transformar em uma grave crise, em 2015-2016. Apesar dos pacotes de liquidez do governo brasileiro e das seguidas reduções da taxa de juros, tanto a Selic quanto a TJLP, a economia não conseguiu se desviar da recessão. A inflação atingiu níveis elevados, chegando a dois dígitos, enquanto o desemprego bateu recordes.

Os últimos anos do período de pesquisa proposto foram de estagnação econômica. Embora a massa monetária não tenha parado de crescer, o nível de preços manteve-se baixo, em um processo de desinflação recessionária. As políticas de austeridade do governo não foram respondidas com aumento dos gastos privados, o que manteve um cenário de alto desemprego.

Embora o modelo GSMS não permita identificar o alongamento da estrutura de produção, é possível assinalar a expansão da produção. Quando essa expansão é sustentável, o que na teoria austríaca ocorre com uma queda da taxa de juros natural devido ao alongamento da preferência temporal dos indivíduos, há movimento da NPF ao longo da ML. Isso ocorre quando o crescimento econômico é induzido por aumento da capacidade produtiva e não por criação de moeda.

No caso contrário, quando a expansão da produção é insustentável, o que para os austríacos ocorre quando a taxa de juros de mercado cai abaixo da taxa natural, há um deslocamento da ML ao longo da CPF. Nessa situação, a NPF não se alterou. Em outras palavras, a economia cresce acima do seu produto natural porque houve aumento da oferta de crédito.

Esse movimento da curva ML para além da NPF constitui o início do ciclo econômico. A partir desse momento, os preços de mercado não mais transmitem a preferência intertemporal dos indivíduos. As taxas de juros artificialmente baixas causam atrofias na estrutura produtiva da economia. Aqueles setores que recebem as primeiras injeções de crédito têm sua lucratividade elevada e são favorecidos. As expectativas de preços futuros também se elevam e tem-se o início de um *boom*. Com o aumento do crédito e o aumento dos investimentos, cresce a demanda por capital e por trabalho, o que aumenta os salários e o consumo das famílias.

O trabalho também mostrou, pelo modelo GSMS, como o sistema de metas de inflação é capaz de iniciar o ciclo, na medida em que aumenta a liquidez macroeconômica para levar uma inflação baixa de volta à meta. Do ponto de vista da teoria austríaca dos ciclos, o sistema de metas representa um mecanismo institucional causador dos ciclos.

A teoria keynesiana, por sua vez, faz corretamente o diagnóstico de que há sobreinvestimento e, indiretamente, sobreutilização da capacidade²⁵. O período de exagerado otimismo exige expectativas cada vez mais irreais sobre o futuro, como preços finais mais altos para justificar aumento dos custos. Com a evidente

25 Segundo Keynes (1996: 299), o sobreinvestimento típico do auge da expansão ocorre quando “o investimento se efetua em condições instáveis e efêmeras pelo fato de ser suscitado por expectativas destinadas a malograr”.

decepção desses investimentos, a economia entra numa espiral negativa de queda da atividade econômica e desemprego.

Os keynesianos, contudo, não identificam a real causa de todo o otimismo exacerbado. As expectativas exageradamente elevadas ocorrem porque a sensação de riqueza dos indivíduos é maior, tanto de consumidores quanto de investidores. O que causa essa sensação de riqueza é justamente a expansão do crédito a preços baixos.

Ao analisar a economia brasileira, vê-se que diversos programas do governo financiaram setores ditos estratégicos. Esses setores recebiam crédito abaixo das taxas de juros de mercado. Para além da discussão de taxas de juros reais altas do Brasil, o crédito direcionado tinha, muitas vezes, taxas de juros negativas. Entre 2013 e 2016, por exemplo, a TJLP ficou abaixo do IPCA.

A função do economista, como bem descrita por Mises (2010), não é fazer juízos de valores, senão mostrar como a teoria da ciência econômica trata os fenômenos da área. Assim, o objetivo deste trabalho foi mostrar as consequências, dentro da teoria, do modelo de desenvolvimento deliberadamente adotado pelo governo brasileiro. Taxas de juros artificialmente baixas causam o ciclo econômico, quer as intenções por trás dessa manobra sejam boas ou ruins.

Se o objetivo dos programas do governo foi trazer crescimento econômico no curto prazo, os resultados saíram como esperado. A crise financeira internacional não foi um grande vilão para a economia doméstica e isso se deve às políticas anticíclicas. Da mesma maneira, se o objetivo foi político, isto é, manter-se no poder, os resultados também foram positivos, uma vez que o PT conseguiu a reeleição três vezes.

Ao analisar esses programas com a frieza da teoria econômica, porém, vemos que, no longo prazo, seus resultados não poderiam ser bem-sucedidos. Crescimento econômico por criação de crédito causa erros de cálculos dos investimentos e, futuramente, desemprego e inflação. Tal como ocorreu no Brasil.

7. Referências bibliográficas

ACEMOGLU, Daron; ROBINSON, James. The Role of Institutions in Growth and Development. **The World Bank**, Working Paper n. 10, 2008.

AZEVEDO, Luis Fernando Pereira de; PEREIRA, Pedro Luiz Valls. Effects of official and unofficial central bank communication on the Brazilian interest rate curve. **São Paulo School of Economics**. Working Paper 470, CEQEF Nº 41. Março, 2018.

BARBOSA-FILHO, Nelson Henrique. Composição dos Juros Líquidos Pagos pelo Setor Público no Brasil: 2002-2017. **Revista de Economia Política**, vol. 38, nº 3 (152), pp. 548-558, julho-setembro/2018a.

BARBOSA-FILHO, Nelson Henrique. Revisionismo histórico e ideologia: as diferentes fases da política econômica dos governos do PT. **Brazilian Keynesian Review**, 4(1), p.102-115, 1st Semester, 2018b.

BCB, Banco Central do Brasil. Ata do Copom, 80ª reunião, janeiro 2003a.

BCB, Banco Central do Brasil. Ata do Copom, 81ª reunião, fevereiro 2003b.

BCB, Banco Central do Brasil. Ata do Copom, 92ª reunião, janeiro 2004a.

BCB, Banco Central do Brasil. Ata do Copom, 94ª reunião, março 2004b.

BCB, Banco Central do Brasil. Ata do Copom, 95ª reunião, abril 2004c.

BCB, Banco Central do Brasil. Ata do Copom, 100ª reunião, setembro 2004d.

BCB, Banco Central do Brasil. Ata do Copom, 106ª reunião, março 2005a.

BCB, Banco Central do Brasil. Ata do Copom, 112ª reunião, setembro 2005b.

BCB, Banco Central do Brasil. Ata do Copom, 116ª reunião, janeiro 2006a.

BCB, Banco Central do Brasil. Ata do Copom, 118ª reunião, abril 2006b.

BCB, Banco Central do Brasil. Ata do Copom, 129ª reunião, setembro 2007.

BCB, Banco Central do Brasil. Ata do Copom, 134ª reunião, abril 2008.

BCB, Banco Central do Brasil. Ata do Copom, 140ª reunião, janeiro 2009a.

BCB, Banco Central do Brasil. Ata do Copom, 141ª reunião, março 2009b.

BCB, Banco Central do Brasil. Ata do Copom, 150ª reunião, abril 2010.

BCB, Banco Central do Brasil. Ata do Copom, 156ª reunião, janeiro 2011a.

- BCB, Banco Central do Brasil. Ata do Copom, 161ª reunião, agosto 2011b.
- BCB, Banco Central do Brasil. Ata do Copom, 170ª reunião, outubro 2012.
- BCB, Banco Central do Brasil. Ata do Copom, 174ª reunião, abril 2013.
- BCB, Banco Central do Brasil. Ata do Copom, 182ª reunião, abril 2014a.
- BCB, Banco Central do Brasil. Ata do Copom, 186ª reunião, outubro 2014b.
- BCB, Banco Central do Brasil. Ata do Copom, 192ª reunião, julho 2015.
- BCB, Banco Central do Brasil. Ata do Copom, 200ª reunião, julho 2016a.
- BCB, Banco Central do Brasil. Ata do Copom, 202ª reunião, outubro 2016b.
- BCB, Banco Central do Brasil. Ata do Copom, 210ª reunião, outubro 2017.
- BCB, Banco Central do Brasil. Ata do Copom, 213ª reunião, março 2018.
- BLANCHARD, Olivier. **Macroeconomia**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- CABRAL, Rodolfo; GUIMARÃES, Bernardo. O Comunicado do Banco Central. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 69, n. 3, p. 287–301, Jul-Set 2015.
- CACHANOSKY, Nicolas. The Mises-Hayek business cycle theory, fiat currencies and open economies. **The Review Austrian Economics**, vol. 27, 3, pp. 281–299, Setembro, 2014.
- CAGNIN, Rafael Fagundes et al. A gestão macroeconômica do governo Dilma (2011 e 2012). **Novos estudos-CEBRAP**, n. 97, 2013, p. 169-185.
- CAMARGOS, Luiz Rogerio de. Fundamentos para uma teoria de expectativa econômica. **FGV EESP**, Texto para Discussão, 138, agosto de 2004.
- CARLEIAL, Liana Maria da Frota. Política econômica, mercado de trabalho e democracia: o segundo governo Dilma Rousseff. **Estudos Avançados**. 29 (85), 2015.
- CARVALHO, Carlos; CORDEIRO, Fernando; VARGAS, Juliana. Just Words? A Quantitative Analysis of the Communication of the Central Bank of Brazil. **Revista Brasileira de Economia**. V. 67, nº 4, Out-Dez, 2013, p. 443–455.
- CARVALHO, Fernando Cardim de. Entendendo a Recente Crise Financeira Global. In: FERRARI FILHO, Fernando; PAULA, Luiz Fernando de. **A crise financeira internacional: origens, desdobramentos e perspectivas**. São Paulo: Editora Unesp, 2012.

CARVALHO, Fernando Cardim de. Inovação financeira e regulação prudencial: da regulação de liquidez aos acordos da Basileia. In: SOBREIRA, Rogerio (Org.). **Regulação Financeira e Bancária**. 1ed. São Paulo: Atlas, 2005, p. 121-137.

CARVALHO, Fernando Cardim de; SOUZA, Francisco Eduardo Pires de; SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando de; STUDART, Rogério. **Economia Monetária Financeira**: teoria e política. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CHAGUE, Fernando; DE-LOSSO, Rodrigo; GIOVANNETTI, Bruno; MANOEL, Paulo. Central Bank Communication Affects the Term-Structure of Interest Rates. **Revista Brasileira de Economia**, vol. 69, Nº 2, Abril-Junho, 2015, p. 147-162.

COLANDER, David. The Strange Persistence of the IS-LM Model. **History of Political Economy**, Volume 36, Annual Supplement, 2004, pp. 305-322

DEOS, Simone. A contemporaneidade de Minsky. In: FERRARI FILHO, Fernando; PAULA, Luiz Fernando de. **A crise financeira internacional**: origens, desdobramentos e perspectivas. São Paulo: Editora Unesp, 2012.

DEPEC, Departamento Econômico. Programação monetária. **Banco Central do Brasil**. Março, 2018.

FEIJÓ, Ricardo. **Economia e Filosofia na Escola Austríaca**. Menger, Mises e Hayek. São Paulo: Nobel, 2000.

FILGUEIRAS, Luiz; PINTO, Eduardo Costa. Governo Lula: Contradições e Impasses da Política Econômica. In: **IX Encontro Nacional de Economia Política**. Uberlândia, 2004.

FRIEDMAN, Milton. Quantity Theory of Money. In: EATWELL, John; MILGATE, Murray; NEWMAN, Peter. **The New Palgrave**. A Dictionary of Economics. London: Macmillan, 1987.

FULLER, Edward W. Garrison on Keynes. **The Quarterly Journal of Austrian Economics**. Vol. 18, No. 1, pp. 3-21, Spring, 2015.

GARRISON, Roger W. **Time and Money**. The Macroeconomics of Capital Structure. New York: Routledge, 2001.

GIAMBIAGI, Fábio. Rompendo com a Ruptura: o Governo Lula (2003-2010). In: GIAMBIAGI, Fábio; VILLELA, André; CASTRO, Lavinia Barros de; HERMANN, Jennifer [ORG]. **Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2010**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

GOMES, Matheus da Costa; OLIVEIRA, Sonia Valle Walter Borges de; MATIAS, Alberto Borges. Efi ciência do setor bancário brasileiro no período de 2006 a 2013: bancos domésticos x bancos estrangeiros. **Nova Economia**. Vol. 27, nº 3, 2017, p. 641-670.

HANSEN, Alvin. Classical, Loanable-Fund, and Keynesian Interest Theories. **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 65, Nº 3, Aug., 1951, pp. 429-432.

HANSEN, Alvin. **Guia para Keynes**. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura, 1973.

HAYEK, Friedrich A. von. Can We Still Avoid Inflation? In: EBELING, Richard. **The Austrian Theory of the Trade Cycle and Other Essays**. Auburn: Ludwig von Mises Institute, 1996, pp. 93-110.

HAYEK, Friedrich A. von. Economics and Knowledge. **Economica**, IV, 1937, p. 33-54.

HAYEK, Friedrich A. von. **Monetary Theory and The Trade Cycle**. London: Jonathan Cape, 1933.

HAYEK, Friedrich A. von. Prices and Production. In: **Prices and Production and other works**: F.A. Hayek on Money, the Business Cycle, and the Gold Standard. Auburn: Ludwig von Mises Institute, 2008.

HAYEK, Friedrich A. von. The Use of Knowledge in Society. **The American Economic Review**. Vol. 35, No. 4. Sep, 1945, pp. 519-530.

HICKS, John. Mr. Keynes and the "Classics": A Suggested Interpretation. **Econometrica**, Vol. 5, Nº 2., Apr., 1937, pp. 147-159.

JESUS, Cleiton Silva de. LOPES, Thiago Henrique C. Rios. Função de Reação da Política Monetária: o Caso do Brasil. In: **II Encontro de Economia Aplicada de Sergipe**, 2017, São Cristóvão, Sergipe. Anais – II Encontro de Economia Aplicada de Sergipe, 2017.

KEYNES, John Maynard. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Nova Cultural Ltda, 1996.

KREGEL, Jan. Changes in the U.S. Financial System and the Subprime Crisis. **The Levy Economics Institute**. Working Paper No. 530. April, 2008.

LUNDBERG, Eduardo Luis. Bancos Oficiais e Crédito Direcionado – o que diferencia o mercado de crédito brasileiro? **Banco Central do Brasil**. Trabalhos para Discussão. Brasília, Nº 258, Novembro, 2011, p. 1-39.

MENDES, Marcos. A lei 11.803/2008 e a relação financeira entre Tesouro Nacional e Banco Central. In: BACHA, Edmar (Organizador). **A Crise Fiscal e Monetária Brasileira**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.

MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de. Regulamentação bancária, gestão de riscos e gestão da desordem financeira. In: FERRARI FILHO, Fernando; PAULA, Luiz Fernando de. **A crise financeira internacional**: origens, desdobramentos e perspectivas. São Paulo: Editora Unesp, 2012.

MINSKY, Hyman. **Estabilizando uma economia instável**. Osasco, SP: Novo Século Editora, 2013.

MISES, Ludwig von. **Ação Humana**. Um Tratado de Economia. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, [1949] 2010.

MISES, Ludwig von. The “Austrian” Theory of the Trade Cycle. In: EBELING, Richard. **The Austrian Theory of the Trade Cycle and Other Essays**. Auburn: Ludwig von Mises Institute, 1996, pp. 25-36.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. Crise e deflação de ativos: por quê? In: FERRARI FILHO, Fernando; PAULA, Luiz Fernando de. **A crise financeira internacional**: origens, desdobramentos e perspectivas. São Paulo: Editora Unesp, 2012.

MUELLER, Antony. Beyond Keynes and the Classics. Outline of the Goods Side/Money Side Model of the Business Cycle and Macroeconomic Configurations. **Social Science Research Network**. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2382233>. Janeiro, 2014a.

MUELLER, Antony. **Beyond the State and Politics**. Capitalism for the new millennium. Brasil: Amazon, 2018a.

MUELLER, Antony. Bridging the Gap between the Short and the Long Run in Macroeconomics. Outline of the GSMS-SS Model of Economic Growth and the Business Cycle. **Social Science Research Network**. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2394835>. Fevereiro, 2014b.

MUELLER, Antony. Capital-Based Credit Cycle Analysis. **Social Science Research Network**. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2849425>. Outubro, 2016.

MUELLER, Antony. Capital and the Business Cycle – A Synthesis (With a Didactic Exposition). **Social Science Research Network**. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3141447>. Março, 2018b.

MUELLER, Antony. Financial cycles, business activity, and the stock market. **The Quarterly Journal of Austrian Economics**. Vol. 4, Nº 1. Spring, 2001.

MUELLER, Antony. Towards a New Macroeconomics. From ISLM-AS and DSGE to GSMS and GSMS-SS. **Social Science Research Network**. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2399275>. Fevereiro, 2014c.

OLIVEIRA, Luma de; PORTUGAL, Marcelo Savino; ABRITA, Mateus Boldrine. Taxa de Desemprego Não Aceleradora da Inflação: uma estimação da NAIRU para a economia brasileira no período de 2000 até 2013. **Nova Economia**, v.26 n.2, pp 491-513, 2016.

OPPERS, Stefan Erik. The Austrian Theory of Cycles: Old Lessons for Modern Economic Policy? **IMF**, 2002.

PALMA, Andreza Aparecida; FERREIRA, Diego. NAIRU, Inflação e Curva de Phillips no Brasil: novas evidências a partir de um modelo tempo-variante. **Estudos Econômicos**, São Paulo, vol.47, n.1, p. 39-63, jan.-mar. 2017.

PAULA, Luiz Fernando de; OREIRO, José Luis; BASILIO, Flavio. Estrutura do setor bancário e o ciclo recente de expansão do crédito: O papel dos bancos públicos federais. **Nova Economia**, Belo Horizonte, 23 (3), setembro-dezembro de 2013.

PELICIONI, Luis Alberto; RESENDE, Marco Flávio da Cunha. Metas de inflação, política monetária e investimento: um estudo para dezessete países. **Revista de Economia Política**, vol. 29, nº 3 (115), julho-setembro/2009, pp. 71-92.

PEREIRA, Thiago Rabelo Pereira. MITERHOF, Marcelo Trindade. O papel do BNDES e o financiamento do desenvolvimento: considerações sobre a antecipação dos empréstimos do Tesouro Nacional e a criação da TLP. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 27, n. 3 (64), setembro-dezembro 2018, p. 875-908.

PESSÔA, Samuel de Abreu. Nova surpresa desinflacionária: um novo regime de inflação? **Revista Conjuntura Econômica**. Vol. 72, nº 03, Março, 2018, p. 10-11.

POSSAS, Mario Luiz. Uma interpretação de pontos controversos da Teoria Geral de Keynes. **Brazilian Keynesian Review**. 1 (1), 1º semestre, 2015, pp. 71-95.

RESENDE, André Lara. **Juros, Moeda e Ortodoxia**. Teorias monetárias e controvérsias políticas. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2017.

RESENDE, Marco Flávio da Cunha. Déficits gêmeos e poupança nacional: abordagem teórica. **Revista de Economia Política**, vol. 29, nº 1 (113), janeiro-março 2009, pp. 24-42.

RIBEIRO, Andrea. Práticas de política econômica: um teste das atas do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (2003-2014). **Revista de Sociologia e Política**, vol. 25, nº 64, Curitiba, Dezembro, 2017.

SANTANA, Priscila Martins de O.; COSTA, Laíse Stefany Santos. As políticas fiscal e monetária do Brasil no Governo Temer: deterioração da situação fiscal e recessão econômica. **Bahia Análise & Dados**. V.27, n.2, jul./dez, 2017, pp. 175-189.

SOBREIRA, Rogério. Os derivativos e a crise de crédito. In: FERRARI FILHO, Fernando; PAULA, Luiz Fernando de. **A crise financeira internacional**: origens, desdobramentos e perspectivas. São Paulo: Editora Unesp, 2012.

SOTO, Jesús Huerta de. **Moeda, crédito bancário e ciclos econômicos**. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2012.